全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



嘉实藏书计划⑤

1990年诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨专序推荐



THE FUNDAMENTAL INDEX

A BETTER WAY TO INVEST

基本面指数投资策略

毋庸置疑，指数投资在投资行业中有着举足轻重的地位……我对这一点也坚信不疑，但是我认为指数投资是可以被优化和创新的，基本面指数®概念对这方面的贡献是不容忽视的。

——查尔斯·施瓦布 (Charles R. Schwab)
嘉信理财公司董事长

社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

基本面指数投资策略／（美）阿诺德（Arnott，R.），许仲翔，（美）韦斯特（West，J.）著；嘉实基金管理有限公司译．—北京：社会科学文献出版社，2010．12
ISBN 978－7－5097－1693－9

Ⅰ．①基…　Ⅱ．①阿…②许…③韦…④嘉…　Ⅲ．①股票－证券投资－基本知识　Ⅳ．①F830．91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 224973 号

基本面指数投资策略

著　　者／〔美〕罗伯特·阿诺德　许仲翔　约翰·韦斯特
译　　者／嘉实基金管理有限公司　锐联资产管理公司

出 版 人／谢寿光
总 编 辑／邹东涛
出 版 者／社会科学文献出版社
地　　址／北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦
邮政编码／100029
网　　址／http：//www．ssap．com．cn
网站支持／（010）59367077
责任部门／人文科学图书事业部（010）59367215
电子信箱／bianjibu@ ssap．cn
项目经理／袁卫华
责任编辑／袁卫华
责任校对／陈旭泽　宁　雪
责任印制／郭　妍　岳　阳　吴　波

总 经 销／社会科学文献出版社发行部
（010）59367081　59367089
经　　销／各地书店
读者服务／读者服务中心（010）59367028
排　　版／北京宝蕾元科技发展有限公司
印　　刷／北京季蜂印刷有限公司

开　　本／787mm×1092mm　1/16
印　　张／20　　　字　　数／320 千字
版　　次／2010 年 12 月第 1 版
印　　次／2010 年 12 月第 1 次印刷

书　　号／ISBN 978－7－5097－1693－9
著作权合同登记号／图字 01－2010－1815 号
定　　价／45．00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从基本面指数到投资哲学思辨的点滴思考

嘉实基金公司总经理　赵学军

2009年年底，嘉实基金在国内率先推出了用基本面指数为标的的指数基金（嘉实中证锐联基本面50指数证券投资基金LOF），从而开启了国内以股票市值为权重的传统指数编制方法外的投资探索。然而，上述方法的引入让我们不得不对投资方法论的正确性进行更深入的思考。我们必须回答：基本面指数投资真的是一种好的投资方法吗？会不会给投资人带来比市场本身更大的风险呢？

众所周知，以股票市值为权重的指数编制方法，如道琼斯全球指数、标准普尔500指数、MSCI新兴市场指数、纳斯达克100指数和日经225指数等一系列指数编制方法已成为主导发达市场指数编制的核心方法。同时实证研究表明，由于发达市场大多数主动型基金的投资业绩在长期中不能战胜其基准指数，因此，以指数为标的的指数基金和交易所交易基金（ETF）因其管理成本低、跟踪误差小和流动性好等原因广受市场青睐，已成为大多数机构投资人的投资工具。同样，近年来指数基金和ETF也随着国内投资人的认知而获得了较快发展。

但同时应当看到，用股票市值为权重的指数投资方法的成功，是以市场有效性假设为前提的。也就是说，大企业就是好企业。好企业如苹果电脑公司因iPad的发明迅速传递到其股票市值上，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成为大企业。而在新兴市场和中国，由于市场有效性较低，就造成了好企业不能迅速转化为大企业，同样大企业也不等同于好企业的局面。因此，我们往往看到的是除美国等有效市场外以市值指数投资大都不尽如人意的情况。例如，以标准普尔全球指数或 MSCI 全球指数作为全球配置的基准，并不能取得较好的投资业绩。原因在于在上述投资中，以美国、欧洲、日本为代表的发达市场在指数构成中所占市值比例过大而真正代表成长的新兴市场比例都过低，从而极大地降低了指数的回报率。而如果是以各国经济基本面为权重，例如以各国 GDP 或 GDP 增速为权重，则新兴市场将赢得更高权重，因而指数回报率也就大大提高了。

同样以中国市场为例，我们不难观察到，不少大市值股票指数绝大多数时候落后于整体市场，且反转动力不足。究其原因也在于市场有效性假设前提的不成立。大企业等于好企业定律只在高效市场才行得通。当大企业不等同于好企业时，其结果是大企业被好企业（即未来的大企业）所逐步超过，以市值为权重的指数便因此而遇到了它们在业绩上的困难。

以企业现金流、营业收入、净利润、账面净资产等企业基本经营信息为设定投资权重的基本面指数编制方法，不是建立在以市场有效为基本前提的市值和组合理论的基础上的，而是利用自下而上（bottom－up）的选股方式选择和排序企业优劣，从而避免了理论假设错误问题，因而更适合在全球投资和在包括中国在内的新兴市场国家的投资。

因此，毫无疑问，基本面指数基金给我们对投资方法的思考带来了全新的景致。

由此展开，我们可以看到投资是一条漫长而深富哲理的曲折道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路。人们在探索获取持续优良回报的征途上，在每一次接踵而至不断分歧的岔路口，总有着一个个必须要回答的关键问题考验着每个投资人的投资信仰。于是，不同的回答引向了不同的风景。

“市场有效吗?”对这一问题的不同回答，引领了两条完全不同的投资方法论。包括组合理论在内的现代金融理论大都是在假设市场有效的前提下解决一定的基于市场风险上的收益优化问题。于是便有了不同市场不同组合下多样的β，由此也就产生了优化后的α。与此相反，对市场有效的否定回答，也促发了人们对包括行为金融理论在内的各种新兴投资理论的探索。麻省理工学院（MIT）的罗闻全（Andrew W. Lo）教授提出的“适应性假设理论（AEM）”则用现代生物学和心理学的最新研究成果对市场从不有效到有效的渐进式实现了较好的解释，也较好地回答了为什么对冲的机会大量、普遍存在的原因。从而在一定程度上为对冲基金长期且大量存在奠定了一定的理论基础。

今天，由基本面投资引发我们的思考才刚刚开始……

2010 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马科维茨推荐序

天下没有免费的午餐。

——米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）

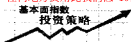
在《基本面指数投资策略》一书中，罗伯特·阿诺德与其他合著的作者主要论述了这样的观点：持有股份与适当的公司效率衡量指标成比例的投资组合将会胜过持有股份与公司市值成比例的投资组合。换而言之，我将要提到的**效率加权投资组合**将会胜过市值加权投资组合。

鉴于效率加权指数投资方法将对投资者影响深远，我们值得花一些时间回顾其中蕴含的数学逻辑。如果不考虑企业所付的分红及其股票价值的长期增长，持有和交易证券是一场“零和”游戏。假如一些投资者比其他投资者收益高，那么这些人就是消费了别人的午餐。为了分析这个论点，让我们忽略股票分红及长期成长，而将注意力集中在分析市场参与者所玩的这场“零和增值”游戏上。

假设有四家公司，每家都有1美元的收益。假设其中两家有很好的发展前景，利润增长为原来的20倍或者说价格能升到20美元，而其他两家公司没有那么好的前景，利润只能增长为原来的10倍或者说价格能升到10美元。**但是，没有人能清楚地预见这些公司的未来，因此市场只能猜测它们的公平价值**。假设市场的预期还算准确，但是对四家公司前景的判断有20%的错误概率：一只股票价格被高估了20%而另一只被低估了20%。这样一来，我们有两只真实价格为20美元的股票却分别标价为24美元和16美元，同样另两只真实价格为10美元的股票却分别标价为12美元和8美元。

假设第二年股价回复到其公平价值。“市值加权”投资组合是零回报；既然原先的股价偏离公平价值的程度是对称的，那么，误差将相互抵消。如果我们能构建“公平价值加权”投资组合，大家会认为它应该优于市值加权投资组合。的确如此。我们的投资组合中，一半涨了25%，而另一半则跌了16.7%，总体看来，平均收益率为4.2%。这是为什么？因为公平价值加权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资组合对估值过高和过低的股票投入同等金额，而市值加权投资组合则把 60% 的资金投入估值过高的股票，40% 的资金投入估值过低的股票。

由于我们并不清楚每家公司的公平价值，也就没法构建公平价值加权的投资组合，为什么我们还要关心公平价值加权法相对于市值加权法的优越性呢？其他的构建方式会怎样呢？其实，“等权重”和“公司利润加权”（效率加权）的投资组合都可得到与上例相同的权重，从而得到 4.2% 的收益率，同“公平价值加权”投资组合完全相同！

怎么会这样呢？这显然和我们不能超越市值加权投资组合的经典金融理论相矛盾。传统的金融理论很大程度上是建立在有效市场的基础之上的，而有效市场理论又是建立在资本资产定价模型（CAPM）这一假设基础之上的，这一模型假设未来股价是目前股价随机变动的结果。我们可以巧妙地变动这一假设。事实上，我们的假设与原有假设相反：目前的股价是对公平价值呈现随机分布的。只要市值加权相对于公平价值加权有误差，而价格会回复到公平价值，市值加权较之公平价值加权就将处于劣势。任何形式的投资组合，即便权重不同于公平价值权重也没关系，只要其权重配置的方式与价格误差无关，就能得到和公平价值加权投资组合相同的收益率！

我之所以把这一过程称为**效率加权**是因为，通常来说，相同投入利润高的公司比利润低的公司更加有效率。当然也许会有些特殊的例子，但是它们通常会被抵消。总而言之，那些相同投入利润高的公司更有效率，而且是对投资者更有利的投资。

前面列举的例子看起来不是一种均衡状态：市值加权型投资者什么也挣不到，而效率加权型投资者变得越来越富有。渐渐地，前者将消失而后者将占领整个市场。但是，我们并没有说总是同样的一群人在市场中。我们可以假设一些投资者会离开市场而新的投资者会进入市场。

简而言之，效率加权型投资者如何不断地从市值加权型投资者处获利的答案可以用 P. T. 巴纳姆（P. T. Barnum）的一句名言概括：每分钟都有傻瓜诞生。

哈里·马科维茨（Harry Markowitz）

（1990 年诺贝尔经济学奖获得者）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

成就人人争，失败无人担。

——加莱阿佐·齐亚诺（G. Ciano）1942年9月9日日记①

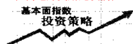
能有机会研究一个既有很强实际用途又有潜在重要理论意蕴的理念是件难得的愉快之事。基本面指数® ②概念正是这样一种理念——这是一个简单的概念，它将从"基本"上改变我们对投资和市场的思考方式。近30年来，指数基金几乎没有交易成本和管理费用，从而被主动型基金管理者认为是可怕的竞争对手，因为主动型基金管理者很难克服较高交易成本和管理费用所带来的侵蚀性影响。

虽然指数基金是一个有吸引力的投资理念，但是市值加权指数基金却是有缺陷的。因为对任何公司的投资规模直接与其股票价格相关联，市值加权投资组合会对估值过高的股票投资过多，对估值过低的股票投资过少，从而导致投资组合收益率出现绩效被拖累的情形。如果能把可投资领域相关的结构从以市场为中心转换为以经济为中心，那么这种由来已久的指数投资组合将被显著改善，而投资者也将获得可观的利润。

如果采用以市场为中心的方法，我们会根据公司相关市值配置我们的投资选择权重。金融理论支持这一观点，前提是需要一些单一化的假设，尤其是这样一个假设：根据目前所有可得的信息，所有价格都是正确的，也就是说，股

① 这句话通常被说成"成功有许多位父亲，但失败是一个孤儿"。
② 基本面指数（Fundamental Index）是锐联资产管理公司（Research Affiliates）的注册商标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票价格恒等于公平价值。不过，这些假设是不符合实际的。对投资者而言，最重要的是：如果股票价格是错误的，这将会造成在估值过高的股票中配置过多资金的状况。原因就在于我们的投资规模明显地与股票价格相关联，因此也与股票误差相关联。

如果采用以经济为中心的方法，我们会根据公司相关经济规模配置我们的投资选择权重。因为有许多衡量公司经济规模的标准——营业收入、利润、雇员人数、分红和净资产等，我们可以用其中一种或者综合多种标准来衡量公司的规模。如果我们这样做，我们依然会犯错：持有一些我们事后不想要的公司股票而对一些成功的公司投资不足。但是，由于我们投资的规模不再直接地、不可逆转地和价格误差相联系，价格误差将渐渐抵消而绩效也不会因此受损。

是什么造成绩效受损呢？答案和证券市场上所有公开交易股票的市值加权投资组合的结构有关：其大多数的资金投入那些预期表现比市场平均更强劲的所谓“成长型公司”。这有什么错？如果市场是完全有效的，这没什么错。成长型公司未来优异的发展将会使我们所付的高价物有所值。但是它们是不是绩优股呢？它们是不是最佳的投资呢？在有效市场中，两个答案都是否定的。因为我们对成长型股票预期的优异发展前景预付的高额价格足以使它的风险收益和价值型股票相同。

市值加权法的致命弱点是：**仅仅因为溢价倍数高**，就对那些价格高飞的成长型公司投入太多资金。如果市场不是完全有效的，对一些股票定价过高，对另一些则定价过低，市值加权法相较于其机会组合而言，**无疑**会受绩效拉低之累。指数投资界和学术界都不担心这一点，因为他们对市场有效性深信不疑。在学术界，尽管公平价值无法衡量且市场有效性理论也无法证实，但接受市场有效性的程度仍近似宗教狂热。

理论上的意蕴是深远的。如果一些股票价格超过公平价值，那么它们的市值同样会高于公平的市场价值。因为它们会排挤那些更应得到高市值的公司，也因为它们的表现终将劣于市场（说到底，这不就是估值过高的最终定义吗?），从而引发了学术界常讨论的“规模效应”。那些估值过高的股票也会高于它们的各种公平估值倍数（价格/收益、价格/营业收入、价格/净资产以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格/分红比率），而股票表现最终会劣于市场，从而也引发了学术界常讨论的“价值效应”。因为大多数估值过高的股票，其表现都会典型地优于市场，达到被高估的状态后，最终的表现都将劣于市场，从而引发了长期均值回归效应。

学术界在资本资产定价模型（CAPM）方面的研究取得了长足进步，包括套利定价理论、国际资本资产定价模型、Fama - French 三因子模型等。其中的一些模型，比如 Fama - French 三因子模型对我们理解策略间的不同及为什么一些策略胜过其他策略有很大帮助。但是如果要证明这些模型和“有效市场”理论相符合却非容易之事，即便试图要解释绩效差异的“隐性风险因子”可能也会被扭曲。他们认为，如果一种策略可以表现得优于市场，必定要承担更多的风险，即使我们无法看见和衡量这种风险。

只要我们承认市场价格和其价值可能会不同，事情就一点都不复杂了。如果我们承认市场价格可等于公平价值加上或减去不断变化的误差，那么价值效应、规模效应及长期均值回归效应则都可期。如果我们能认同价格可能会出错，那么这现代金融的三大屡试不爽的“异常现象”就变成像是**上天注定的了！**

这又把我们带回了由夏普（Sharpe）、林特勒（Lintner）、莫辛（Mossin）和特雷诺（Treynor）创建的单因子资本资产定价模型。资本资产定价模型加上价格干扰完全可以像几乎要取代它的多因子模型（内含隐性风险因子）一样，解释我们在现实世界中所观察到的现象。与其新创迂回的解释，将“圆”的数据塞入“方”盒子里，倒不如采用资本资产定价模型加上价格干扰，这样不是更简单明确吗？

资本资产定价模型和有效市场假设是基本面指数概念能够引发学术界争论的原因。这中间不乏金融界的顶级学者，包括诺贝尔奖获得者，都从正反两方面对此辩论过。

实务界的争论程度也不遑多让。在基本面指数概念出现之前，资产管理者和投资顾问们对于价格是否合理有效已经有了定论。事实上没人会赞同市场能每时每刻给每只股票做出准确的估价。在他们决定市场是否具有效性的问题后，他们会选择是通过主动型管理还是传统的指数基金来进行股票市场的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对那些相信且确实认为价格并不等同于价值的投资者来说，主动型管理是他们的首选。投资行业研究的数量似乎可以说明这些努力是可以得到报偿的。当然，要找到“优秀”的主动型基金管理者（并且在其绩效不可避免地下滑时还任用他）是一项艰巨的任务。过去30年的绩效数据表明：管理费用、交易成本以及代理冲突带来的收益率拉低是显著的，战胜市场异常艰难。

虽然有绩效上的优势，指数基金仍不是万灵药。如果价格偏离公平价值，也许仅仅是时不时地偏离而已，传统的指数基金（按照价格来加权股票和行业）只会不断地将资金投向目前市场看好的股票。我们把这种情况称为泡沫，而在人类历史上这样的戏码不断地上演。20和21世纪之交的科技产业萧条及近来的房地产低迷只是一长串泡沫中最新的一环。泡沫的最终破灭导致了投资者的巨额损失。价格加权法导致了投资者在坠落悬崖之前，将最大量的资金投到了这个泡沫市场的宠儿身上。

基本面指数概念保留了指数基金的许多优点，不过面对市场的过度投资时进行反向交易，这也使得错误定价随着时间的推移为投资者带来利益。通过使价格和投资组合权重脱钩，基本面指数的方法规避了泡沫问题。对于那些对主动型管理的空洞许诺失望或是对传统指数基金收益率感到不满的投资者来说，基本面指数本身就是一个强有力的替代方案。

在对这个简单的想法进行的测试中——从市值加权转向按公司经济规模加权，我们得到了显著的结果。我们发现：实施这一理念的美国大盘指数投资组合在46年内，年化收益率比市值加权投资组合高200个基点。其他发达国家在24年中，年平均超额收益率高达300个基点。在一些小型公司及全球范围内，近二三十年来，年化超额收益率高达300～400个基点。

随着我们进入投机性更强的市场或者公平价值模糊不清的市场，基本面指数的优势更加明显。在投机性强的纳斯达克上市股票中，过去的33年中，超额收益飞涨，超过600个基点；在新兴市场上，短短14年里，其超额收益率达到1000个基点，甚至在债券市场的边缘——高收益债券与新兴市场债券，其公平价值比在投资级债券中来得模糊，我们也发现年化收益率增加了200～300个基点。这些数据已具压倒性的说服力了。不过还是有人会质疑，究竟需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要多少数据才能说服那些持怀疑态度的人呢?

正如许多评论家所指出的，过去的成功并不代表将来的成功。这是不争的事实。但是，基于这种逻辑，我们将无法从历史中学到东西，也无须聘请有经验的专业人士，因为不论是教科书还是履历表都无法给未来提供线索。然而，更有价值的问题是：基本面指数概念在未来怎样才有失败的可能呢?如果市场并不区分成长型股票和价值型股票，且对各公司给予相同的估值倍数，那么基本面指数和市值加权投资组合将没有区别，收益率间的差异也就会消失。但是这个世界显然将更多的机会留给那些思维缜密的投资者，因为他们知道怎样把额外的每一分钱花在发展前景好的公司上。

当然也有妥协的空间：如果市场对预期未来具成长性的公司支付的比舆论期待少一点，而对苦苦维持生存的公司支付的比舆论期待多一点，那么市值加权法绩效被拖累的情况将会逆转，足够抵消因价格误差所产生的绩效拖累。这样的情况在现实中是有可能发生的，尽管是难以置信的。

在本书中，我们将探索基本面指数概念理论上的细微处、历史根源，以及许多实际运用。我们概述了其在不同领域的绩效特性和执行时需考虑的因素，包括美国与全球证券市场、大市值与小市值以及房地产投资信托基金与纳斯达克之类市场，等等。

我很幸运地在投资行业工作了三十多年，有机会研究全球战略资产配置、多因子风险回报模型、风险和回报的关系，以及测试各种现代金融核心理论。但是，我常常发现它们和现实相差太远。我个人的观点是：我们身处在这样的一个不多见的行业——它使我们面临各种独特的挑战，同时也给我们提供提高理解力和实践能力的机遇，从而最终让我们的客户受益。但是为了做到这一点，我们必须勇于挑战传统的思维方式。我的职业生涯都致力于开拓能够带来改变和进步的机会，致力于通过创新的投资产品、发表论文、无数次的会议陈述来和投资者们分享我的成果，而现在我利用出版这本书的机会来和各位分享。尽管有这么多经验，基本面指数概念在这么短的时间内就引起了学术界和业界的诸多争论、建议、赞同与反对，这对我来说真是莫大的荣幸。

正如很多强有力的构想一样，这一成果也有很多“父亲”。它建立在成千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上万的认为市场低效率的研究报告、许多现代金融和投资理论，以及很多人辛苦工作的基础上。

我由衷地感谢我的同事们，特别是许仲翔，由他把简单的想法变成现实，这才能让我们的研究顺利完成。我由衷地感谢我们的顾问团及其成员——基思·安博切斯（Keith Ambachtsheer）、彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）、布雷特·哈蒙德（Brett Hammond）、马蒂·莱博维茨（Marty Leibowitz）、伯特·马尔基尔（Burton Malkiel）、哈里·马科维茨（Harry Markowitz）、马克·鲁本斯坦（Marc Rubenstein）和杰克·特雷诺（Jack Treynor），仅列举几位——得到他们的共鸣，也使这一概念得以形成。

我衷心地感谢我们的基本面指数合作伙伴——太平洋投资管理公司（PIMCO）、野村资产管理（Nomura Asset Management）、富时集团（FTSE）、IPM、PowerShares、嘉信理财（Charles Schwab）、法国领先资产管理、XACT Fonder、Assetmark、Cidel Bank & Trust、Claymore、Columbia Management、Parametric、Pro－Financial 以及 Plexus Group，仅列举一些公司——接受这一理论并在市场上帮助我们得到投资者的认同。

我衷心感谢那些研究如何采用基本面指标（和估值中性）重新配置标准普尔 500 指数权重的人，因为他们的研究为基本面指数的被认可奠定了基础。高盛资产管理公司的鲍勃·琼斯（Bob Jones）是这一领域默默无闻的先锋，他早在 1990 年就研发了以公司利润进行标准普尔 500 权重分配的产品。遗憾的是，这一产品从没被高盛资产管理公司采用，而是被公司传统的增强型指数产品替代。

戴维·莫里斯（David Morris）和保罗·伍德（Paul Wood）的工作使基本面指数这一概念更广为人知。我特别要感谢保罗·伍德的努力——他于 2003 年在《指数期刊》（*Journal of Indexes*）上发表的文章以及他和我们的谈话，这些都为基本面指数概念的核心原则奠定了基础。

我还要感谢杰瑞米·西格尔（Jeremy Siegel）对推广这一理论的贡献。他为了将这些研究比作 16 世纪哥白尼所做的努力，默然忍受“命运暴虐”的毒箭，他在《华尔街日报》上发表的《噪音市场假说》（Noisy Market Hypothesis）是我所见过的对基本面指数概念最清楚透彻的分析之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别感谢乔治·基恩（George Keane）在我们研究这一理论过程中的贡献。20 世纪 90 年代后期，乔治不懈地和市值加权法及标准普尔 500 指数的圈套作斗争。他的信念、毅力和决心激励我们继续他的挑战去追寻更佳的指数解决方案。

我要感谢我的合著者，许仲翔和约翰·韦斯特，他们对确保学术完整性及全书的流畅都作出了相当大的努力。我还要感谢凯蒂·谢勒德（Katy Sherrerd）引领编辑流程，珍妮·达德利（Jaynee Dudley）、凯特·罗兹（Kate Rouze）以及伊丽莎白·柯林斯（Elizabeth Collins）对本书编辑所作出的努力，丹·哈金斯（Dan Harkins）的监制协调，布雷特·迈尔斯（Brett Myers）和布赖斯·利特尔（Bryce Little）在分析和研究上的协助。我由衷地感激这个积极探寻新理念的金融团队。

最后，我要特别感谢我的家人。在本书的撰写过程中，牺牲与家人共处的假日也是无法避免的，感谢他们对此的耐心。

罗伯特·阿诺德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 Contents

马科维茨推荐序　1

前言　1

第一章　为缺乏效率的市场建立有效指数　1

市场有效性的证据 / 4
指数化的个案 / 7
市场无效的证据 / 9
结　论 / 12

第二章　基本面指数概念起源　13

锐联基本面指数起源 / 19
一系列“啊哈时刻” / 22
锐联基本面指数 / 25
基本面指数绩效 / 27
结论：更卓越的投资方式 / 30

第三章　投资者的致命错误　33

负的 α / 36
实践我们的提议 / 44
结　论 / 45

第四章　指数基金的优点　47

股票投资的吸引力 / 50
股票投资选择 / 52
投资的唯一保证——成本很重要 / 55

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数基金的优势 / 57
避免绩效博弈 / 63
结　论 / 65

第五章　指数基金的致命弱点　67

市场效率：两种解释 / 70
构建一个功能良好的指数 / 73
市值加权的致命弱点 / 76
等权重法存在的问题 / 78
结　论 / 81

第六章　基本（面）上更好的指数　83

构建基本面指数 / 86
对于不分红公司的调整 / 88
为什么要使用多指标来衡量公司规模 / 91
复合型衡量指标的优点 / 95
衡量总体经济的指数 / 96
容量和流动性 / 99
基本面指数重建：保持低换手率 / 102
结　论 / 106

第七章　基本面指数在美国股市的绩效　109

锐联基本面美国大盘指数绩效 / 111
深入探究不同市场周期 / 114
深入探究不同时段 / 115
公平的比较：基本面指数与等权重指数 / 118
样本外结果：小盘股 / 119
风格型基本面指数：成长股和价值股的应用 / 123
聚　焦 / 124
对早期数据的分析 / 129
结　论 / 131

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 跨越国界：全球基本面指数绩效 133

全球市场 / 135
多国型投资组合 / 139
新兴市场 / 141
一致性 / 143
结 论 / 144

第九章 理论把业界人士引入歧途吗 147

主动型策略前景 / 150
市值加权的起源 / 152
通过理论确认市值加权法 / 153
资本资产定价模型历经 40 年的实证结果 / 157
奥卡姆剃刀 / 158
结论：理论和专业 / 161

第十章 对基本面指数的批评：投资风格和规模倾向 163

仅倾向“价值”/ 165
小盘股倾向 / 173
Fama – French 因子 / 175
小公司也有大惊奇 / 177
2007 年的绩效证明 / 179
结 论 / 180

第十一章 其他常见批评：正误掺杂 183

是数据挖掘吗 / 185
成本 / 190
是一个指数吗 / 192
知道哪只股票被高估吗 / 193
可以持续多长时间 / 195
结 论 / 197

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 为什么相信基本面指数 199

股票逻辑 / 202
现在与未来："华尔街正确"的概率 / 206
华尔街错在哪里 / 211
何时需要价值股与小盘股 / 214
用数据说话 / 218
基本面指数策略与水晶球 / 222
基本面指数策略适用于债券市场吗 / 223
结　论 / 228

第十三章 在低收益率的市场中寻找机会 229

投资者的理性期望 / 231
预测债券收益率 / 233
预测股票收益率 / 234
在低收益率的市场中投资 / 240
定价误差展望 / 242
定价误差真的会增加吗 / 245
结　论 / 247

第十四章 如何运用基本面指数策略 249

资产配置和基本面指数策略 / 252
应该改变基准吗 / 254
被动型投资的多样化 / 256
不同市场、不同投资者、不同需求 / 260
结　论 / 269

附录 271

参考文献 292

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

为缺乏效率的市场建立有效指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任何斗智的竞赛中，无论是国际象棋、桥牌还是选股，若对手认为思考只会浪费精力，还有什么比这更好的呢？

——沃伦·巴菲特（Warren Buffett）

1985 年伯克希尔哈撒韦公司年报

致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去的50年里，金融界被价格应该恒等于公平价值的“有效市场假设”（EMH）这个观点所束缚。有效市场假设理论简单诱人，同时又奠定了许多金融理论和实践的基础。它是有着数万亿美元市场的指数基金管理的核心原则。脱离有效市场假设，现代金融的许多法则和结论将随之瓦解。

有效市场假设理论认为，任何一种资产在任何一个市场的任何一个时刻，其价格都是与公平价值相等的。但是只有为数不多的学者、寥寥无几的投资者相信这一观点的正确性。而那些默默坚守这一理念的人们，却常常没有认识到他们忽略了公平价值真正的含义。他们定义**公平价值**等于价格（同义反复）：资产将值市场上卖出的价格。但是如此定义公平价值，将忽略公平价值的精髓。

“低买高卖”这句再常见不过的格言仿佛自投资市场诞生以来就存在着。然而在有效市场中，这句话则变得没有任何意义，因为价格总是公平的，并没有高低之分。在这样的市场中，我们最佳的投资策略就是拥有整个市场，并在资产配置中直接按公司市值分配持有股份权重。但正如巴菲特所说的，如果一些投资者想当然地认为或是以其行为暗示市场是有效率的（尽管事实不然），那么精明的投资者就能轻易地从中受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场有效性的证据

拥有清晰且准确可靠的价格效率信念是制定投资策略的最关键部分之一。试想：在30个月内就损失了5000亿美元！这是一笔数目惊人的巨款，相当于拉斯维加斯的赌场年总收入的50倍，或者是2001年“9·11”事件引发的美国国内航线和相关旅游业经济损失的2.5倍。更令人震惊的是，这相当于100倍的长期资本管理公司崩盘的损失（这个历史上轰动一时的对冲基金的崩盘事件被很多学识渊博的人，包括前美联储主席格林斯潘在内，认为有可能会引发全球经济衰退）。

这笔巨大的财富损失并不是由不良交易者通过加大资产负债表上的杠杆造成的。它发生在2000年3月科技泡沫破灭后30个月内的股票市场。5000亿美元甚至不是这场可怕的灾难所造成的所有股票市场的损失。这一天文数字的损失仅仅来自一只股票：思科系统（简称思科）。在科技泡沫的巅峰时期，以市值估算，这是世界上市值最大的股票。当时思科股票市值近6000亿美元，但它的销售额却不足200亿美元，12个月运营收入不足30亿美元，自创业开始其累计收益不足80亿美元，而且从未分过红，其雇员少于3万人。在科技泡沫中，投资者不仅可以给予思科接近200点的市盈率，而且其每位员工均摊的市值更是高达2000万美元。在此之后的30个月内，思科6000亿美元的市值蒸发掉5000亿美元。

那些相信市场有效性并且不在单一股票上投资的指数基金投资者们在思科损失了将近1000亿美元。401（K）养老金计划参与者平均投资10万美元于标准普尔500指数基金，在这30个月中平均损失了4.5万美元，其中单独来自思科的损失约为4000美元。这一损失在投资成长型指数基金时变得更加巨大，投资10万美元于纳斯达克100指数的投资者，在科技泡沫破灭后仅剩不到2.5万美元。尽管只有一小部分标准普尔指数的大额持股者遭受如此惨重的损失，但这一惨痛教训也诠释了那些把惊人的资金投入交易量大、评估值高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的指数投资者的失败结局。

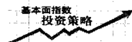
数不清的历史经验表明，投机狂热最终会将股价炒高到难以为继的地步。不可避免地，热潮终会过去，投资者在精神和物质上都将付出沉重的代价。令人吃惊的是，那些拥护分散投资组合理念且避免选股盲目自大的**指数基金**投资者也未能从巨额亏损中幸免。指数基金被认为是投资分散化的终极选择，也是最“聪明”的、降低风险的持股方法。MBA 教科书和 CFA 课程都认为指数化投资是消除单一股票风险的“最佳方法”。

除此之外，由于许多产业群在市场指数中具有显著的代表性，降低风险这一理念的运用也由个别股票扩大至各大经济行业。智者关于“不要把鸡蛋放在一个篮子里”的论述与指数基金的投资理念是吻合的。但这一切在 20 世纪 90 年代末期却走了样。思科和高科技类股曾分别占市场指数的 4% 和 33%，而在此之前的几年，该数据仅为 0.5% 和 10%。突然之间，所谓的被动型指数被一些市盈率极高的科技企业所主导。

你可能会问，这又如何？熊市总是时不时地出现。熊市时，财富大量缩水，就像牛市时，财富的创造也是相当惊人的。但是泡沫不同，它带给我们的是昙花一现的财富，而当泡沫破灭时，投资者手中留下的只是形同废纸的股票。鲜为人知的是，思科总亏损 5000 亿美元中的 4000 亿美元发生在科技泡沫破灭后的两年内，而同时期**其他大多数股票却有所上涨**。在 2000 年 3 月至 2002 年 3 月这两年间，**美国上市股票平均上涨超过了 20%，而标准普尔 500 指数却下降了 20%**。

显然，市场指数的表现与其组成公司回报之间存在巨大反差。是什么原因造成了这种分歧？就在于如何构建市场代表指标的方法。标准的市场指数是按市值加权的，也就是说，每股市价越高，其在指数中所占的权重越大。因为股价受基本面因素和市场预期的双重影响，指数权重反映了公司的基本面和市场热度。在 20 世纪 90 年代末期，思科及其他科技公司赢得了很高的市场预期，而在基本面（包括营业收入和利润等指标）上，这个美丽的幻象却无法占据很大的比重。由此可知，当时标准普尔 500 指数反映了很局限的内容，只好完全押宝于在“信息高速公路”收取使用费的能力上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



90 年代的牛市对大部分公司来说，直到 2002 年 4 月才结束。标准普尔 500 指数在 2000 年损失了 9%，而同期在纽约证券交易所上市的股票平均增长率高达两位数；标准普尔 500 指数在 2001 年损失了 12%，而美国平均股票市场却获得了正收益，尽管这一收益只是个位数。这一巨大反差说明了传统市场指数被极少数的超级股票所主导，因而它的收益不能有效代表市场中的大多数股票。2000 ~ 2002 年的熊市是指数下跌的一段特殊时期，一个重要的驱动因素是少数价值被高估的股票价格迅速被市场预期修正。事实上，很多成长型企业在其股价还很低时，成长就又快又好，但是后来股票价格比**预期**成长得还快。指数绩效和公司绩效之间的差异给我们敲响了关于传统市场指数弊端性的警钟。

就市值加权指数基金而言，如果对一个企业的未来成长持乐观态度，而其市盈率为其他企业的两倍的话，其市值将是两倍，**在指数中权重也将是两倍**。如果股票的市盈率加倍后，该股票就会加倍地吸引人吗？答案是否定的。显然，较高的权重只不过是估值乘数加倍的结果。同样，如果股票的市盈率由于大量抛售而缩减到原先的一半，在指数中，该股票的权重也会变为原先的一半。经过市值加权指数的建构，变贵的股票权重增加，而变便宜的股票权重减少。另外，如果股票的交易价格是市盈率的两倍，其在指数中所占的权重也将是具有相同盈利水平的公司的两倍。经过建构，市值加权指数将投资者的钱在“成长”（即高市盈率股票）上多放一点，在“价值”（即低市盈率股票）上少放一点。

如果市场赋予了成长型及价值型股票正确的价格，那么成长型和价值型股票将会产生相同的**风险调整后**收益。换句话说，正确运作下的市场将预付给投资者期盼中的未来成长，就好像预期成长已是**既定事实**。但是，如果预期成长型和价值型的企业风险调整后收益是相同的话，**我们为什么还要将较多的钱投入成长型股票，而将较少的钱投入价值型股票呢？**

在高科技泡沫破灭后的头两年内，传统指数及其跟踪指数基金都下跌了，而市场平均股票价格则上涨了。这正是因为这类指数被高价的快速成长型公司所占据了。许多获得了大量投资的企业，以史无前例的数倍于收益的价格进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易（那些没有盈利的企业，其交易价甚至是其营业收入的数倍）。在2000年3月泡沫的顶峰，罗素2000指数①（有名的小盘市场指数）的将近30%由没有收益的公司所组成，而这些公司中的大部分在其历史上也从来不曾产生过任何收益。

更广、更大型的市值加权指数中在这一时期也有大量的负盈余公司。为什么这些指数会大量投资于具有空前高估值倍数的公司呢？只因为这些公司有空前的高估值倍数！这些倍数作为要素计入市值，而市值又决定指数中的权重。股票本身并没有变得更吸引人。事实上，根据常识判断，这些股票的吸引力很可能不增反减。只是因为股票价格加倍，指数投资者就会跟着双倍投资！

如果挑选的几只股票价格迅速上涨，它们将构成指数中的上涨部分。随后形成的投资组合可能相对于整体投资环境来说更不分散，形成一个与投资组合设计来反映总体经济相反的情景！这就类似于把装满鸡蛋的篮子吊挂在投资树最高（也是风最大）的树枝上。

指数化的个案

当今世界数以万亿计的资产投资于市值加权指数或是以市值加权指数为投资基准的资产组合。② 在2006年末，世界范围内与市值加权指数基金相关的股票与债券资产价值高达5万亿美元。仅投资于标准普尔500指数的资产总值就达到1.3万亿美元（*Pensions & Investments*，2007）。美国先锋集团提供了4种标准普尔500指数的共同基金，包含2000亿美元的资产。由道富环球投资公司（SSGA）管理的世界上最大的交易型开放式指数基金（ETF）则拥有500

---

① 罗素投资集团拥有本书中有关罗素指数的数据和所有相关的商标权和版权。罗素投资集团对锐联资产管理公司在编辑处理这些数据过程中的准确性不需承担责任。

② 股票的市值是公司已发行股票的总价值，即股票价格×流通股数量。所谓以市值为权重就是投资比重与公司股票总价值成正比。市值加权是指数基金投资的主要形式，占全球指数基金市场的99%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元资产的标准普尔存托凭证（SPDRs）。

对于那些认为市场是有效的并且很难出现错误定价的投资者来说，通过指数基金进行被动投资，看起来是进入股票市场最合情合理的方法。确实，这也是美国所开的金融课程实际所讲述的内容，不需怀疑。显然很多人都赞同使用这种方法，其中包括杰克·博格尔（Jack Bogle）、伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）、比尔·夏普（Bill Sharpe）和查理·埃利斯（Charley Ellis）等业界巨擘。

甚至连证券分析（被动型投资的对立面）的教父本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham），在晚年也认为对于大多数投资者而言，指数基金提供了最佳保障。格雷厄姆（1976）早在30多年前就指出：

> 我不再倡导人们为了寻求较佳价值投资机会，而煞费苦心地钻研证券分析技巧。这一技巧早在40年前，当教科书 *Graham and Dodd* 第一次出版的时候，是能够带来高回报的；但如今的市场状况已与过去大不相同。过去，凡是经过良好训练的证券分析人员都能通过细致的专业分析挑选出那些价值被低估的资产。但是鉴于目前这类研究、分析被广泛采用，我对于在大多数情况下这种投入能否促使投资者作出有利于提高投资回报率的理性选择表示怀疑。

就在那时，部分先驱者把此市场代表转化为一种投资从而深化了原先的投资理念。1973年，迪安·李巴伦（Dean LeBaron）在钻研一种基于逆向投资的以价值为准绳的主动型投资策略时，为百骏（Batterymarch）的机构投资者创造了第一只指数化投资组合。比尔·福斯（Bill Fouse）先后在富国银行（Wells Fargo Bank）以及梅隆资本管理公司（Mellen Capital Management）建立了两个世界上最大的指数投资组合［其中在富国银行建立的投资组合如今已成为巴克莱全球投资管理公司（Barclays Global Investors）的重要组成部分］。杰克·博格尔于1976年在先锋集团创造了第一个面向个体投资者的指数基金。与罗杰·伊伯森（Roger Ibbotson）在1976年合作发表了关于长期股票回报的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究论文后，雷克斯·辛奎菲尔德（Rex Sinquefield）建立了 Dimensional Fund Advisors公司，为目前世界上小盘指数资产最大的管理者。

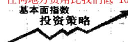
早期市值加权指数基金的倡导者主张将其作为根本的投资工具，其论调是，主动型基金管理者也不可能**可靠地**打败**扣除成本后**的市值加权指数基金，直到现在这些倡导者仍然拥护这种观点。**我们同意**。历史也为他们辩白，常识也支持其论点。他们所倡导的指数编制往往依赖两种大相径庭的观点。第一种观点是有效市场假设：**如果价格在任何时候都能完全吻合公司的公平价值**，市值加权指数应该是有绝对优势的。比尔·夏普在其获诺贝尔奖的资本资产定价模型后续发展中，在一连串的假设前提下（包括假设市场上没有价格误差），证明了市值加权指数的优势。

第二种观点，对那些不接受有效市场假设的人来讲更有说服力，就是大多数可支配充足资源的主动型基金管理者的绩效**必定**较扣除成本后的市值加权指数更差。这是为什么？因为他们本质上共同持有相同的投资组合。如果我们持有市值加权的市场投资组合，并扣除市值加权指数资金，我们只剩下和所有主动型基金管理者完全相同的投资组合。如果见多识广、训练有素且拥有丰富资源的投资专家也不能持久且可靠地胜过标准指数，那么指数投资必定是非常有效率的。

市场无效的证据

直觉上，我们知道完美的有效市场是不存在的。几乎没有任何一个投资经理或投资顾问会相信各资产的价格与其公平价值在任何时间任何市场都是相等的。甚至大多数金融学教授都认为价格只是大致接近公平价值，不过他们接着会说，市价是不错的近似值，误差大部分也会抵消。假设价格是市场对于公司内在价值的最好猜测。或许在多数时候，市价是不错的猜测，但是也会过高或过低。事实上，一只股票的内在价值等于它未来在很长一段时间的净现值：既不是下一个季度也不是下一年度，而是**未来长达几十年的现金流量的净现值**，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内在价值实际上会与市价差距甚大。

很多例子均可证明股票价格被错估是存在的。1720 年，南海公司——英国一个特许贸易公司，具有在南美洲贸易的特许权，垄断经营，经营利润极微——曾在伦敦交易。南海公司在财务方面是差劲的，其管理层为此捏造事实以推销自己。为了“证明”其压倒性的垄断地位，公司宣布其计划为全部英格兰主权债券筹资。公司通过提供股票期权来拉拢政客和内部人士，为此他们通过了一项法案，允许持有者不花钱“购买”股票，并在股票价格上涨时“卖回”给该公司。由于市场炒作，该股票的价格一路狂升至每股 1000 英镑以上。而董事大量抛售他们手中股票这一消息走漏之后，这个泡沫开始破灭。获得远期巨大利润的美好前景彻底消失，南海泡沫的破灭使投资者遭受了巨额损失。著名物理学家牛顿直到泡沫破灭前两周都还认为公司的行为就像一场庞氏骗局，没有动投资的念头。但后来他也和其他平民大众一样，大量买入，只落得血本无归。

再往前推一个世纪，也就是 1637 年，荷兰掀起了疯狂的“郁金香热”。一个倒霉蛋花了 3000 荷兰盾（相当于荷兰当时 20 年的平均年薪总和）购买了一朵名为“永远的奥古斯都”的郁金香球茎，没承想，一名水手将这个球茎当成了洋葱，把它吃下了肚子。

如果你认为现在的投资者不同了，想象一下 20 世纪 90 年代末期，美国市场“财富毁灭轴心”——思科、美国在线和朗讯科技，按当时市值计算皆为前十名。[①] 因特网的崛起以及旨在解决老化的计算平台的千年虫问题的大众信息技术支出，无疑为思科这样的网络巨头带来了福音。从 1997 年到 2000 年，由于投资者对未来增长的预期大大超过其现有经营结果，思科的市盈率从 30 倍上升到接近 200 倍。在最近的科技泡沫的高点时，3Com 将其 Palm 分部以高于整个通用汽车公司（其每季的分红是 Palm 年营业收入的数倍）的价格卖给股东。同时，3Com 继续保留了其在 Palm 的大股东身份，其股票交易价格仅为 Palm 股价的一半。3Com 的其他业务则被市场给予了很大的负面评估。

① 本书的作者之一——我们就不说明是哪一位了，当时拥有全部三只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的事情也发生在加拿大。北电网络（Nortel）——业界重量级网络公司，尽管该公司在 1998～1999 年是净亏损的，其股价仍然一路上扬，市值最高时占加拿大股市的 28%。当北电网络的营业收入下降后，它的股价下跌了 99% 以上——时点就是思科大跌的那 30 个月。

这种现象在某些海外市场来得更加剧烈，通信及手机巨头诺基亚和爱立信都在 2000 年初保持着近三位数的市盈率。事实上，当北电网络、爱立信和诺基亚的公司市值分别占其所在国股票市场市值近 1/3、1/2 和 2/3 时，这些企业本身的营业收入仅占该国 GDP 的 1%～4%。这些浮夸的市价都是由人们对其未来现金流量有每年 25%～50% 的增长预期所引起的。尽管这三家公司中有两家（北电网络除外）均获得稳定增长，但是高预期的增长还是没有实现。如图 1－1 所示，在接下来的 30 个月内，各股跌幅为 80%～99%，导致投资者投资组合的价值损失惨重，当然也包括市值加权指数投资者。

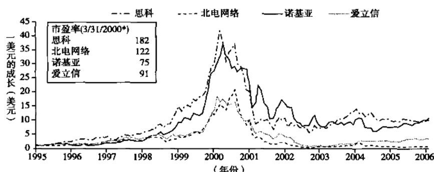
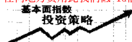


图 1－1　科技股的大涨大跌：1995～2006

＊数据来源：彭博新闻社。
资料来源：锐联资产管理公司。

另外一个有启发性的例子则是更早一点的生物科技泡沫。1991 年，DNA 研究的发展促进了日后统计出来的 35 只首次公开上市的股票的发行。与此同时，龙头企业安进（Amgen）的股票暴涨了 265%。尽管生物科技产业只是一个经济规模较小的产业，这种严重的定价错误还是显著地影响了市值加权指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的绩效。

定价明显错误的股票的例子不仅限于投资者哄抬的科技股或下一个大热门。错误定价也可能发生在低科技含量或与日常生活紧密相关的行业，例如早餐行业。最简单的甜甜圈（油炸圈饼，洒上糖粉，再搭配一杯咖啡）也造成了小小的泡沫。在 2000 年 4 月，KK 美国甜甜圈（Krispy Kreme Doughnuts，1937 年创立，美国第二大甜甜圈连锁店）首次公开发行后，市值飙升至近 30 亿美元，市盈率超过 150 倍。这对于一个营业收入只有 3 亿美元并且边际利润率不到 5% 的企业来说，已经相当可观了。4 年之后，该企业的市值下降了近 90%。

结　论

正如当代投资领域最受尊敬的理论家之一费希尔·布莱克（Fisher Black）在离开麻省理工学院去高盛就职时曾经讲过的那样："哈得孙河沿岸的市场似乎比查尔斯河沿岸的没效率得多。"① 我们同意这一观点。有效市场假设迄今为止都无法通过实证研究得到支持，有时甚至会显著否定有效市场。即使有人同意价格等于**现有**公平价值这一观念，也不能保证价格相对于未来不可确定的现金流而言的正确性。

想象一下，一个拥有超准水晶球的投资者，他能够预见任何一个投资项目未来现金的分配状况。我们可以用这些现金分配计算出股票的内在价值。比尔·夏普异想天开地称之为"千里眼价值"，一个既准确又有趣的称号。和股票的"千里眼价值"相比，市价通常会是错的，并且出入很大。因为误差要多年后才会显现，所以误差会大到与投资规模不成比例。在接下来的章节中，我们将探讨是否有强有力的、合理可靠的方法能够胜过市值加权指数方法。

① 麻省理工学院位于查尔斯河沿岸，而高盛位于哈得孙河沿岸。此话暗示有效市场只存在于学术界。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

基本面指数概念起源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

树高不过天。

——歌德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金一定提供平均市场回报——在几乎没有手续费、交易成本和其他费用的情况下跟踪市场趋势。这对基金投资者而言是一个不错的选择，因为很多主动型基金管理者表现不如市场，却收取更高的费用。然而当市场价格不能正确反映资产价值时，市值加权指数就会产生问题。如果股票惯常地被错误定价，那么我们就需要严肃地检视传统市值加权指数基金的构成方式。

股价误差将导致传统市值加权指数中股票权重的误差。定价远高于其内在价值的股票会有错误的高市值，因而也会有错误的高指数权重。按成分股的公司市值配置权重所得的指数化投资组合相应的会在这些股票上投入较高的比例。当市场找出这些股票的内在价值时，其表现最终将会落后于市场（记得“财富毁灭轴心”吧！）。类似地，定价远低于其内在价值的股票会有错误的低市值，因而也会有错误的低指数权重。后者的描述适用于 2000 年初期大多数股票。甚至在科技泡沫破灭及科技股所支配的市值加权指数陷入熊市之后，这些被低估的股票还连续两年皆有稳定的回报。指数化投资组合的结果是，**低估的股票所占比重比高估的股票小。**

在一个存在定价误差的世界里，市值加权指数系统性地对高估的股票配置过多权重而对低估的股票配置过少权重（这里的过多和过少，是相对于“最终内在价值权重”或者夏普所说的“千里眼价值权重”而言的），因此其投资回报也会受拖累。杰克·博格尔是先锋集团的创立者，也是市值加权指数最积极的倡导者。他也承认市值加权指数会在高估的股票上配置较多的资金，而在低估的股票上配置较少的资金。然而，他的结论是，除非投资者可以事先鉴别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出高估或低估的股票，否则这一看法就没有实际价值了。当然，他说得对。因为我们不能确定各种投资项目的内在价值，自然不能按内在价值配置权重。稍后我们会回过头来讨论其中的细微差别。

尽管这个现象——对高估的股票配置过多权重——在所有市值加权指数的构成中都广泛发生。其最清晰的例证体现在对标准普尔 500 指数前十大股票的考察中（见表 2 - 1）。一些公司名列“精英榜”中，是因为它们是巨型公司，并且股价能够准确地反映其内在价值。它们当然值得名列前十。也有一些小公司名列其中，这是因为投资者对它们给予了极高的成长预期，从而导致其股价具有极高的估值倍数。[①] 后者中，事实证明，有些公司相对其未来经营成果来说被高估了(当然事先是不知道的)。这些股票价格被高估了，之所以名列前十大股票也仅仅是因为它们的股价被高估了。2000 年初，美国在线和思科一举超越花旗集团和埃克森美孚，成为全球市值最大的两个公司，尽管它们的营业收入或利润与花旗集团和埃克森美孚相比小得可怜。当定价误差被市场发现并修正之后，高市值且被高估的股票的表现不如市场，而市值加权指数则承受回报拖累。

标准普尔 500 指数排名前十的股票的表现证明了巨大的绩效拖累问题。如表 2 - 2 所示，在过去 10 年中，标准普尔 500 指数排名前十的股票平均而言，只有 3 家公司能在后续的 10 年里表现优于标准普尔指数中 500 家公司的平均绩效，其余的 7 家公司均表现较差。这恰似投掷一枚不对称的硬币，投了 81 年、投了 800 次，结果是不对称的！此外，假若等权持有这些排名前十的股票，所得的收益率在 10 年间将比等权持有标准普尔中 500 只股票少近 30%。这是严重的绩效拖累：由于投资者使用市值加权指数，他们会有平均 20% ~ 25% 的资金与这些表现不佳的股票息息相关。[②]

---

① 估值倍数一词通常用来指价格/收益、价格/营业收入、价格/净资产、价格/分红或其他投资者用来衡量投资价值的估值比率。

② 当我们第一次做这种研究的时候，我们的一些客户说：“嘿，为什么您不研发一个‘标准普尔 490’的策略呢?”这种策略显得挺愚钝的，但奇怪的是，它却能带来更好的收益。我们测试了这种想法，剔除前十家大公司的股票将导致指数的年化收益增加约 80 个基点。由此可见前十个大公司带给投资者很多绩效拖累。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 排名前十的股票（2000 年 1 月 1 日）

排名前十的公司*	市值排名前十的股票**
美国电话电报公司	美国在线
花旗集团	思科系统
埃克森美孚	花旗集团
房利美	埃克森美孚
福特汽车	通用电气
通用电气	英特尔
通用汽车	IBM
IBM	朗讯科技
MCI 世界通信公司	微软
菲利普莫里斯	沃尔玛

* 基于四个基本面指标均值测度的公司规模排名。
** 依据流通市值（不包括非公开发行股票）排名。
资料来源：锐联资产管理公司。

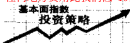
表 2-2 市值排名前十股票的绩效

单位：%

市值加权投资组合排名前十股票在不同对比期间内表现优于市场平均水平的概率				
时　期	1 年	3 年	5 年	10 年
1926～2006	44	40	37	31
1964～2006	38	35	30	27
排名前十股票收益率与市场平均收益率的比较				
时　期	1 年	3 年	5 年	10 年
1926～2006	-2.9	-11.1	-17.7	-29.4
1964～2006	-3.6	-15.9	-24.9	-36.9

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很显然，大部分排名前十的公司多数时候要落后于标准普尔500指数的平均绩效。这有什么关系呢？而且这又意味着什么呢？或许这一现象只存在于这特定的一个又一个10年期间？为了检验这个可能的解释，我们评估了多数排名前十的公司力挽狂澜、打败标准普尔500指数平均绩效的频率。令人吃惊的是不对称的一致性。在过去的81年中，大多数排名前十的公司竟然没有一次是超过标准普尔500指数平均绩效的。

这是否很好地遵循了现代金融市场的基础——有效市场假设呢？答案是否定的。业界人士和学者们能罗列很多市场无效的例子，但是对于很多投资者而言，这个发现仍然让他们对有效市场假设大跌眼镜。尽管如此，很少有投资者（甚至包括一些经验老到的机构投资者和学术界）意识到这一惊人的事实。

究竟是什么原因导致了这一现象？这是一个值得探讨的有趣问题。仅仅是因为“小市值效应”——小公司带给投资者更多的风险溢价吗？小市值偏差的例子大量存在着。例如，在一段时间内，几乎所有的市场中，等权重于现有的指数都会带来超额收益。向《华尔街日报》的股票列表中投掷飞镖选取的股票通常表现好于传统的市值加权指数。学术论文深入地研究了这两种现象（等权重投资组合和随机投资组合①），普遍认为超额收益是由小市值效应和价值效应带来的。这些解释提供了有效市场假设和资本资产定价模型之外的新视角，但它们仍然是依据同样的经济模型所得出的结论。

让我们从另外一个视角来考虑这个问题。假设价格只不过是市场对于内在价值的一个最佳猜测，假设这个错误定价与公司的公平价值没有关联并且该误差的发生仅为随机事件。从直觉上说，这个观点是有吸引力的，因为资本市场的主要目的是为各项资产提供公平价值基础上的最佳猜测，从而为所有资产创造具备流动性与连续性的市场。假若真是如此，对于等权重投资组合和“投掷飞镖”投资组合而言，定价错误相对于投资组合的权重绝对是随机的。简单地说，不复杂的投资策略，如随机投资组合或是等权重投资组合，最终将会

① 当然，如果你有足够的飞镖来覆盖《华尔街日报》上的全部公司，等权重就和随机加权相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近乎平均地将资产分配于被高估和被低估的股票当中。由此产生的误差将被中和，净效应则为零。

对于市值加权指数来说则是不同的。市值加权指数中定价错误和投资组合权重之间有一种直接的、结构性的且不可抵消的联系。因此，**投资组合中过半数将会投资于估值过高的公司，而少于半数投资于估值过低的公司。**为什么呢？因为权重明确地与价格相关联，因此也就与定价错误相关联。随着价格趋向于不可知的“千里眼价值”，其抵消的结果绝对不是零，而是负的。因为市场需要时间来发现一个公司的内在价值（通常要花数年，甚至数十年），这样的拖累不会在一季或一年内就显现，但是随着时间的推移，便会越来越明显。

锐联基本面指数起源

基本面指数的概念可以追溯到20世纪90年代末的科技泡沫和它所产生的后果。在2002年初，标准普尔500指数已经从2000年3月科技泡沫的最高点下跌了超过20%，被动型投资者由于将投资组合的权重与市值挂钩而遭受了灾难性的损失。乔治·基恩（George Keane）① 是这些受害投资者中的一员，他激发我们去寻找一种更好的指数构建方法：这种方法不会让投资者过多地选择价值高估的公司和过少地选择价值低估的公司。他发自内心地认为一定有比较好的方法。基恩建议我们公司去开发一种崭新的指数构建方法，以彻底解决这个问题，而且避免等权重法之类的结构性错误。我们接受了他的建议。

① 乔治·基恩创建了Commonfund教育基金会并担任其主席，该基金管理着约400亿美元的大学捐赠资产。在我们讨论这些问题之时，基恩还担任包括纽约州公共退休基金（NewYork State Common Retirement Fund）在内的几个大型基金的董事会成员。纽约州公共退休基金在标准普尔500指数中有大量投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一步就是确定我们研究的核心问题。首先我们从**只有在市场价格是有效的前提下市值加权法才是有效的**这一观点出发。我们一直相信当定价错误存在时，根据公司的经营规模来构建和加权指数要胜过根据市值来赋予公司权重。尽管华尔街判断公司规模是依据股票价格，但是大部分企业主则是通过普通民众的标准如年营业收入、利润、净资产或是雇员人数等来衡量企业的经济规模。除此之外，当媒体提到热门的并购案例时，几乎很少提到其兼并后的市值，而是报道这两家公司合并了 X 公司的**营业收入**、合并了 Y 公司的**利润**或合并了Z公司的**雇员**。同基恩、马蒂·莱博维茨①、布雷特·哈蒙德、彼得·伯恩斯坦②、杰克·特雷诺③和哈里·马科维茨④等人的对话，更强化了我们的观点：应该将使用不同的衡量公司规模的方法作为我们研究的起点。

与上述观点一致，我们决定对基于公司营业收入的指数进行实验。我们选用《财富》500 强作为美国大型公司的限定范围的名单。《财富》500 强的排名是由年营业收入而非市值决定的。所以，如果通用电气的营业收入占《财富》500 强总营业收入的 2%，那么通用电气将在营业收入指数中被赋予 2% 的权重。研究发现，在 30 年观察期内，这种“营业收入加权法”年收益比标准普尔 500 指数高出 250 个基点。这是我们最初所期望的“超额收益”的 3 倍。这个证据有效地证明了我们的最初猜测，即只有当

---

① 当时，马蒂·莱博维茨在教师保险和年金协会—大学退休股票型基金［Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equity Fund (TIAA-CREF)］任职。该基金管理着美国大多数大学教授的养老金资产，是全球几家历史久、规模大、最富经验的退休金管理组织之一。

② 彼得·伯恩斯坦是《投资组合管理》（*Journal of Portfolio Management*）的创始人和编辑，也是金融界最多产的作家之一。他的《与天为敌》（*Against the Gods*）凭着对风险的历史做的详尽阐述而一跃成为畅销书。一本研究金融领域概率与风险的历史专著竟然能在《纽约时报》排名榜上成为长卖畅销书？只有彼得能做到这一点！

③ 杰克·特雷诺通常作为资本资产定价模型的创始人之一而被大家所称道。他独立推导出了资本资产定价模型，时间上正好与威廉·夏普和约翰·林特勒创立资本资产定价模型同期。

④ 哈里·马科维茨于 1952 年创立了均值－方差优化模型（mean-variance optimization），也被称为二次规划（quadratic programming）模型。他被公认为现代投资组合理论之父。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格有效时，市值加权法才是有效的。于是我们立刻意识到我们切近了某种重要的、值得努力去探寻的东西。

下一步就是进一步地挖掘数据并深入研究。我们编制了一些指数，在这些指数中，每种股票的权重是由相应的经济规模所决定的，而此经济规模是建立在相较于市场其他公司的公司规模的某些特定指标的基础上的。除了营业收入外，我们对其他公司规模的衡量标准——总收入、账面收益、现金流、雇员人数、分红和净资产等——进行了长期的测试。我们更进一步——根据各种衡量指标，选择、排名及配置前 1000 的大型公司的权重。我们的分析追溯至 1962 年，这是我们可以找到前 1000 大型公司长达 5 年的财务历史资料的最早的年份。如表 2－3 所示①，它们**都非常明显地优于标准普尔 500 指数**。

表 2－3 基本面各项指标绩效分解（1962～2007）

投资组合	1 美元的成长（美元）	年化收益率（%）	年化波动率（%）	夏普比率	超额收益率（%）
标准普尔 500 指数	90	10.3	14.6	0.37	0.0
市值型 1000 指数	88	10.2	14.8	0.36	—
净资产	176	11.9	14.6	0.47	1.7
现金流	214	12.4	14.6	0.50	2.1
营业收入	248	12.7	15.4	0.50	2.5
分红总额	174	11.9	13.3	0.50	1.6
锐联基本面美国大盘综合指数	207	12.3	14.4	0.50	2.1

资料来源：锐联资产管理公司。

① 在表 2－3 和随后的有关长期绩效的讨论中，“市值型 1000 指数”是以市值为权重的美国排名前 1000 名公司的投资组合，该投资组合可以追溯至 1962 年，并且每年进行重新配置。罗素 1000 指数可以追溯至 1979 年，是被投资者广泛采用的大盘市值型指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们吃惊地注意到不同基本面指数构成间绩效上相对有限的分散。尽管包含不同的股票，并且其间的公司偶尔会有非常分散的权重，不过平均来讲，不同基本面指数的长期绩效会落在相当窄的区间，从年化收益率来看从不会超过平均值 50 个基点。这一结论甚至适用于我们检验过而没有列在表 2－3 中的指标。然而，**市值加权型指标例外：它足足偏离了 210 个基点。**

一系列"啊哈时刻"

我们的初始研究带来了一系列顿悟，即"啊哈时刻"，同时也引发了构建更好、更精细的指数的想法。第一个"啊哈时刻"是，我们认识到所有基本面指数投资组合的绩效均具有相似性，因为每一个投资组合（市值加权型除外）都打破了错误定价和投资组合权重之间的关联。如果价格的干扰使得一些股票阴错阳差地跻身市值、估值倍数或股价排行榜的前几名，那么任何一个不受市价和估值影响的权重配置系统都可以避免这种错误，而且表现还会优于市值加权指数。① 不论我们是根据现金流、净资产还是其他的公认指标来选股及分配股票权重，相对于未知的公平价值权重，基本面指数方法不会自发地过多分配于价值被高估的股票或过少地分配于价值被低估的股票。一般来说，在基本面指数投资组合中，估值过高的股票和估值过低的股票各占一半。这些投资组合仍然会有因分配权重而产生的错误（大概也不会小于市值加权所产生的错误），但是，这些误差是随机的，所以会互相抵消。**因市值加权所产生的回报拖累消失了，投资者就不需要猜测哪些股票估值过高、哪些股票估值过低。**

第二个"啊哈时刻"是，我们认识到单纯地对一个既有的市值加权指数重新配置权重仅能让我们得到从零开始创立一个全新的基本面指数投资组合

① 当然，这一结果假定"与价格无关"的策略被广泛应用到众多股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所带来的潜在收益的极小部分。[①] 锐联基本面指数（RAFI）[②] 和市值加权指数之间重叠的部分是相当多的，通常占 70% ~80%，但也有一部分是不重叠的，如图 2－1 所示。当转向研究一个市值加权指数（例如罗素 1000 指数）的那些排名靠后的公司时，我们发现一些公司虽然经济规模（如现金流、营业收入等）小，但是惊人的估值倍数足以让它们依仗市值排名而跻身前 1000 的公司。当我们依据基本面衡量指标进行排名时，这些公司则落入锐联基本面美国小盘指数（RAFI U. S. Small）。同样，在罗素 2000 指数的排名靠前的部分，我们发现一些具有较好的基本面而估值倍数被压低的公司。在基本面框架里，这些公司应该进入锐联基本面美国大盘指数（RAFI U. S. Large），而那些大市值的小公司不应该属于排名前 1000 的部分。

基本面指数概念的价值大部分可归功于基于基本面指标而非市值重新定义符合条件的股票。在过去的 45 年中，小市值/大公司的股票（同属罗素 2000 指数和锐联基本面美国小盘指数的公司）比大市值/小公司的股票（同属罗素 1000 指数和锐联基本面美国小盘指数的公司）的年累计收益高出近 1000 个基点。简单地为罗素 1000 指数或是任何同性质的市值加权指数重新配置权重，将会错失绝好的投资机会。

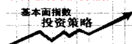
第三个“啊哈时刻”是，我们认识到采用公司规模的复合衡量指标将产生比单一衡量指标更广泛、更有代表性的投资组合。我们认为，每一个单独的指标都会有它自身的弱点，作为市场指数或长期的核心股票投资组合，其效果是

---

① 在我们之前，已经有人对现有指数例如标准普尔 500 指数进行重新加权。高盛资产管理公司的鲍勃·琼斯（Bob Jones）早在 1990 年就推出了利润加权的标准普尔 500 指数策略。1997 年，John Morrell Associates 公司的戴维·莫里斯（David Morris）推出了以利润和净资产为权重的标准普尔 500 指数策略。与此同时，他还尝试依据利润、收入和净资产对 MSCI 欧澳远东指数中的国家进行重新加权。然而，这些策略都是以主动型策略或增强型指数，而不是以优化的指数来定位的。保罗·伍德（Paul Wood）和理查德·埃文斯（Richard Evans）在其 2003 年发表的论文中考察了利润加权的标准普尔 500 指数的绩效，并首次提出这种方法能产生优化的指数。保罗还从 2001 年开始管理此种指数基金。但是，对于基于公司的基本面来选择并加权股票以重新组合成新的指数，当时并没有做出什么努力。

② RAFI 是 Research Affiliates Fundamental Index（锐联基本面指数）的缩写，是采用四个衡量指标的基本面指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



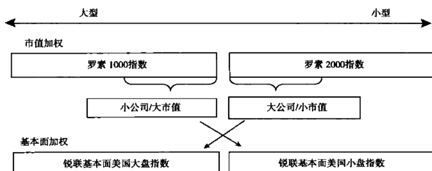


图 2－1 指数中股票选择的对比：市值型指数与基本面指数

资料来源：锐联资产管理公司。

不理想的。例如，分红加权指数会将超过一半的美国上市公司剔出，包括许多成长型股票和基本上所有新兴的成长型公司。它将会是成熟的价值型公司集合而成的高价值、高收益指数，而且它将会有极深的行业偏好——特别是金融业、公用事业和消费品行业。它将会对所谓的“旧经济公司”配置过高的权重，而对“新经济公司”配置过低的权重（过多或过少是相对于其经济规模而非市值而言的）。有一种说法，分红加权指数运作极佳。虽然在市场一般或是牛市时，分红加权指数是单一计量的基本面指数投资组合中表现最差的，但是在熊市时却是最好的。

当然，基于分红的基本面指数投资组合，在基本面指数概念中，并不是唯一表现出偏好和特性的。营业收入加权指数明显偏爱那些营业收入很大而边际收益低的公司，而不是偏好高获利的公司；利润加权指数明显偏爱那些具有周期性收益的公司——尤其是在收益周期的高峰期；净资产加权指数明显偏向于采用“激进会计政策”的公司；雇员加权指数对临时雇员、麦当劳烤汉堡的小伙计与基因技术公司的生物化学家同等对待。一个使用复合指数的混合方法可以平滑这些波动，使得基本面指数具有较高的平均收益和较低的平均风险，从而获得最高风险回报率。

第四个“啊哈时刻”就是我们发现可以通过平滑财务指标来减少交易量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且降低换手率。通过五年期的平滑化，我们就可以在一定程度上减少现金流或是营业收入的周期性对指数表现的影响。在更长的一段时间里，鉴于分红被时间平滑了，我们可以采用特殊的分红加权基本面指数而不导致其投资组合的扭曲。从某种角度来看，我们依赖一些历史数据来决定我们指数中的权重。事实上，我们发现权重的精确性并不是最重要的。基本面指数投资组合中价值增加的关键来源是这一指数的构成方式切断了投资组合中权重和错误定价之间的联系。甚至有些让人吃惊的是，五年平均的平滑权重事实上表现得比基于即时数据的权重指标要好一些，并且有更少的交易量和更低的换手率。

锐联基本面指数

锐联基本面指数是基于我们的研究理念而建立的一种与价格无关的指数。[1] 为了减小单个指标的不良特性，我们结合了四个单独的基本面指标组成了一个多元化指数：

(1) 营业收入

(2) 现金流

(3) 净资产

(4) 分红

我们选择这四个指标是因为，它们代表投资者用来衡量经济规模最客观的指标，也是最主要的分类依据。我们认为，营业收入和现金流比收入和利润包含更少的主观应计项目，从而更加客观，这一点是很重要的。如果这个基本面指数概念获得实质性成效，其指数所管理的资金高达千亿美元，公司管理团队将会有动机去“赌”这些指标，使其看上去比实际状况更成功。通过使用这四个指标，五年为一个时间段，并且聚焦于最客观的指标（应计项目、退休

① 最先对于基本面综合指数的研究演化成了锐联基本面美国大盘综合指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金假定及商誉等的主观变动幅度最小），我们创造了公司管理层难以主观影响的指数。经过我们测试过的衡量指标中，唯一被排除的就是雇员人数。尽管这个指标在我们的研究中有不错的效果，但仍是不合理的指标：只要一使用这个指标，麦当劳和 Kelly Services（美国一家著名的人力资源服务机构）确定无疑地进入前十大持有股，甚至比埃克森美孚之类的资本密集型巨头还大！

我们的研究表明，基于四个指标的指数的平均收益比单指标的指数平均收益要高，且平均风险要小。其对市值加权指数的跟踪误差①也比任何一只单指标指数要低，并且其夏普比率②和信息比率③在所有单指标中是最好的。

基本面指数投资组合是通过等量地配置四个单独基本面指数的权重来为每个公司创建锐联基本面指数权重而建立的。由锐联基本面指数权重决定的前1000的公司被包含在锐联基本面美国大盘指数中。没有分红的公司的权重则由其他三个指标的均值来进行加权，从而避免这些公司因缺少分红而被设置成零权重。这种调整方法的逻辑是对股东补偿的本质发生了变化。股票回购变得更加重要，投资者越来越意识到分红会为成长股带来负面的影响。表 2－4 展示了两个虚拟公司的流程。这个例子也演示了计算一个无分红公司的锐联基本面指数权重的流程。由这种方法构建的公司组合将准确地反映当前经济：它绝对中立，既不偏向成长型公司，也不偏向价值型公司；它与这些公司的经济规模相关，而与估值倍数和价格无关。这种投资组合也有许多其他优点，我们将在后面的章节中一一论述。

---

① 跟踪误差是用来衡量投资组合跟踪指数的指标。
跟踪误差指的是投资组合的收益率与指数收益率偏离的标准差。

② 夏普比率衡量每单位风险的平均收益率。通常的计算方法是用超额收益率（相对于无风险利率）除以收益率的标准差。在这里，夏普比率 ＝ 12 × 投资组合的月平均超额收益 ÷ 年化月标准差。

③ 信息比率衡量的是相对于基准的每单位风险的超额收益。
信息比率 = 超额收益率/跟踪误差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4 锐联基本面指数的构建

	过去5年营业收入	过去5年现金流	净资产（上季度）	过去5年分红总额	锐联基本面综合指数权重*
A公司（美元）	40	6	20	1	—
B公司（美元）	10	4	30	0	—
指 数	1000	200	1000	50	—
A公司权重(%)	4.00	3.00	2.00	2.00	2.75
B公司权重(%)	1.00	2.00	3.00	不适用	2.00

* 以上锐联基本面指数权重数值已经过标准化处理；标准化处理方式为：将原始权重数值除以权重总和。对B公司来说，因为没有分红所以分红权重不计入。

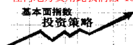
资料来源：锐联资产管理公司。

基本面指数绩效

事实雄辩地证明，基本面指数投资组合的绩效表现要优于市值加权指数。1962～2007年，锐联基本面美国大盘指数产生了比市值型1000指数高出210个基点的年化超额收益。复利效应把这种表面看起来不太大的超额绩效转化成惊人的财富差距。如图2-2所示，1962年投入到锐联基本面美国大盘指数投资组合的1美元，到2007年底就增长到了200多美元，是同等投入市值型1000指数的终值88美元的两倍多。重要的是，基本面指数投资组合成功地以低于市值加权投资组合的风险获得了超额收益，正如按年计算的标准差所测量出来的结果所示。因此，当与美国国债进行比较时（这种比较也被称为夏普比率测量方法），**基本面指数投资组合经风险调整后的超额收益比市值加权投资组合的要高近40%。**

实现复利效应的等待时间长达46年，我们可以转向探究年增210个基点的收益对个人退休金储蓄的影响。如表2-5所示，我们假设基本面指数投资组合收益率为9.1%，而市值加权指数投资收益率为7%，那么如果一个投资者每年投1万美元到他的401（k）养老金计划账户中，仅10年后他的投资便会从基本面指数投资组合中获得额外的2万美元的收益。20年和30年之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其差距将分别扩大到12.6万美元和50.4万美元。

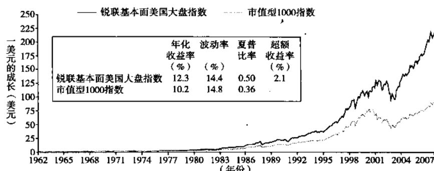


图2-2 一美元在锐联基本面美国大盘指数与市值型1000指数中的成长（1962~2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

表2-5 时间复利的力量

单位：美元

年	初始资金	终值@9.10%	终值@7%
1	10000	10910	10700
2	10000	22813	22149
3	10000	35799	34399
4	10000	49966	47507
5	10000	65423	61533
10	10000	166548	147836
15	10000	322856	268881
20	10000	564460	438652
25	10000	937906	676765
30	10000	1515140	1010730

资料来源：锐联资产管理公司。

当然，基本面指数策略不保证在每月、每季度或每年都战胜市值加权指数。为了给投资者提供一个更全面的概念理解和适当的管理期望，我们可以对不同市场行情中的结果分别进行分析和讨论。表2-6显示了在熊市和牛市、经济扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期和衰退期中锐联基本面美国大盘指数的绩效。当资产价格暴跌、经济重挫与投资组合表现差时，超额收益是最为可贵的。而在这种情况下，基本面指数策略表现了极为出色的绩效。也就是说，在熊市时，锐联基本面美国大盘指数比标准普尔 500 指数多 500 多个基点的年化收益。在经济衰退期，其收益平均每年增加 340 个基点。类似的结果可以从任何防御型策略中获得，但许多有效的防御型策略放弃了在牛市的相对高的利润。值得一提的是，基本面指数在大多数经济扩张期和牛市中分别以平均每年 180 和 80 个基点的超额收益持续增值。

表 2 – 6　基本面指数在牛市与熊市的绩效对比（1962 ~ 2007）

单位：%

投资组合	牛市	熊市	经济扩张期	经济衰退期
锐联基本面美国大盘指数	20.3	–18.1	13.4	6.4
标准普尔 500 指数	19.6	–23.9	11.6	3.0
锐联基本面美国大盘指数较标准普尔 500 指数的超额收益率	0.7	5.8	1.8	3.4

资料来源：锐联资产管理公司。

名义回报的情境也是具有启发性的。在高回报或低回报的延展期，基本面指数的优势将会如何体现？图 2 – 3 提供锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数相比的散点图。以每五年为一个时间单位，在 45 度角实线上方的点表明基本面指数策略在那五年间的表现更优，而在 45 度角实线下方的点则表明市值加权型策略更优。虚线是一条更好的拟合线：它向我们清晰地展现了从最严峻的五年期到最强劲的五年期锐联基本面美国大盘指数优点的改变之处。

如图 2 – 3 所示，在大的牛市中（市值加权指数基金有 20% ~ 30% 的收益率），锐联基本面美国大盘指数保持了近 50% 的平均成功率，即在接近一半时间好于这个成绩，在略多于一半的时间比这个成绩差。当牛市进入缓和期，市值加权指数基金年平均收益率为 10% ~ 20%，锐联基本面美国大盘指数则持续其优异表现，有 97% 的几率可以打败市值加权指数，并且可以获得 1.79 个百分点的平均超额收益。在令人失望的市场环境中，市值加权指数基金平均收益率仅为个位数，甚至更差，而基本面指数将会继续保持非常显著的超额收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

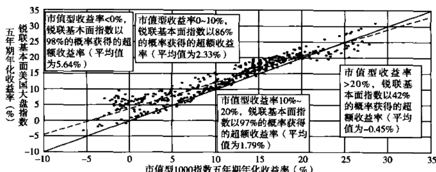


图 2-3　锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数：五年期年化收益率（1962~2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

简而言之，我们发现基本面指数在我们最不需要超额收益时表现平平，而在我们渴求有好成效时，基本面指数发挥得最好。

结论：更卓越的投资方式

至少从广泛的历史数据分析测试中，我们可以得出这一结论：对于美国大型公司市场而言，基本面指数策略是一种更好的指数化投资方式。在接下来的章节中，我们会指出在多种不同的股票投资市场中可以得出的相似结论，包括全球市场、小盘股市场、新兴市场及纳斯达克市场，所有的结论都证明基本面指数的长期绩效要更优越。然而这个结论并不奇怪，因为**不管在哪个市场上，**市值加权指数都会对被高估的公司赋予过高的权重，而对被低估的公司赋予过低的权重。由于被高估的公司占据了我们投资组合中的大部分权重，最终表现不佳，而那些被低估的公司的权重太小，即便最终绩效回升也不能抵消这些损失——这就产生了所谓绩效拖累。而用公司规模的基本面测量所构建的指数可以有效地消除这种倾向及其相关的绩效拖累。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一位批评人士认为基本面指数只是另一种形式的价值型投资，而这种价值型投资的方法则有如地球引力一样能够作用于任何地方。虽然我们不认为基本面指数方法仅仅是价值型投资的另一种形式（后面将详述），但是我们确实认为它在任何地方都能适用。事实上，在相对不太有效的市场中，例如小型公司股票市场和新兴市场，不太存在价值偏差时，基本面指数的优势不减反增。这些市场较少被华尔街和机构投资者关注，从而导致了存在更大错误定价的可能性。当错误定价的频率和范围扩大时，市值加权指数将受到更大的回报拖累：因为资金更多地被分配到被高估的股票而更少地被分配到被低估的股票。基本面指数的优势彻底改变了被动型投资的整个观念，即在最大潜在回报源于主动型管理的非有效市场中，指数基金已不再是一种低级的选择。

管理资金是一种基于信任的努力。由基金经理们监管的绝大多数资产，包括养老金、基金会、个人退休账户、401(k) 养老金计划、大学学费基金等，都是为了丰富我们客户和团体的生活。当使用 10 万亿美元或更多的资产服务于社会重要目标时，这确实是一笔非常重要的资金。而我们坚持不懈地寻求最佳的投资方案也正与我们客户的期望相吻合。通过采用基本面指数基金的投资策略，投资者不必再采用过于重视被高估的股票而忽视被低估的股票的市值加权指数投资方案了。市值加权指数方法所产生的绩效拖累，对于寻求低成本股票市场的投资者来说，将不再是一个必须付出的代价了。基本面指数为那些在非有效市场中寻找有效指数基金的投资者提供了一个更好的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

投资者的致命错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就短期而言，股市如同投票机，［它衡量出投资者的好恶］；就长期而言，股市是一杆秤，［它衡量出一个公司的分量］。

——本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）

戴维·多德（David Dodd）

《证券分析》，1934

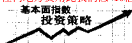
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为长期投资者，我们面临着投资组合将来的可能回报和我们预期收益之间的巨大落差。受20世纪八九十年代狂飙股票市场收益的影响（历史可鉴），许多投资者期望将来能获得每年10%以上的投资收益。但就现在的市场状况来讲，如此高的预期很难实现。相较于降低预期，忍受随之而来的拮据，投资者更愿意求助于α（运用投资技巧来获取的超额收益），并期望这是可以解决他们长期投资问题的灵丹妙药。

翻阅有关投资出版物，不可避免地会遇到很多关于α的内容——追求α、为了增加α出更高的价码等。当下关于α的观念已深植于投资界，并且大量与α相关的资产大行其道，例如私募股权、房地产和对冲基金等。这里似乎存在一个隐性的假设，即所有追求α的努力都注定会成功，亦即所有的α皆为正值。α这个特殊的词就像**巧克力或者爱情**那样似乎令人产生无限的向往。如此看来，似乎基金经理的投资技巧也成了总是可以丰收的作物。但事实并非如此，α也是一把双刃剑。正的α是神奇美好的，而负的α则铁定不好，但我们经常忽视了它们之间相互依存的关系。

当谈到α和追求α时并不意味着α一定能找到。除去成本，α的寻找是一场零和博弈的游戏——不管是在传统的还是其他的投资结构下，例如对冲基金。追求α的过程一定会产生成本，这意味着扣除这些成本，多数α是负的。当成群的人在市场上寻找正的α时，我们知道一个绝对的事实是：**绝大多数人**无法获得正的α。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从投资角度来看，让人信心满满的策略很少能带来利润。所以当投资大众都在弯腰挖掘正的α时，我们反向思考的直觉告诉我们应当找出负的α并消除它。然而，目前很少有投资者积极地专注于消除负的α。**找出、认清并消除负的α正如同找出、认清并开发正的α一样，是有利可图的。**

负的α

我们将负的α定义为投资者在管理他们投资组合时所产生的不必要的损失，即执行亏损。相较于其他的忠实追寻者竞相寻找正的α，消除这些导致执行亏损的错误行为不仅是有益的，而且也来得简便。负的α的四个主要来源是值得我们注意的：

（1）对股票收益的过度依赖；

（2）忽视重新调整投资组合权重的机会；

（3）追逐热门股；

（4）市值加权投资组合。

当然尚有更多的问题值得关注，如过高的投资费用等，我们将会在以下章节中讨论，但上述四点比费用比率更值得我们深思。

对股票收益的过度依赖

“股票要长期投资”对于投资顾问来讲几乎是颠扑不破的真理。但是风险溢价也会存在于诸如商品、新兴市场债券、房地产、林地和私募投资等市场中。金融理论告诉我们这些金融资产对于可分散的风险不会提供风险溢价，但这只是象牙塔中的理论，不切实际。对股票投资的过度依赖会限制投资者通过分散资产达到降低投资组合风险的能力。

投资界中最鲜为人知的秘诀就是，“股六债四”的投资组合风险分散能力其实很低。鉴于股票市场显著的波动性，在这个我们认为是“平衡的”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合中，股票的波动将会大大超过债券。正因为如此，这种“股六债四”的组合与标准普尔500指数有高达98%～99%的相关性。如果一个投资者巧妙地利用其他“风险性”市场所提供的风险溢价，并且其权重占一定规模，那么他将可以赚取类似股票的收益，且风险远低于“股六债四”的投资组合。

很少有投资者在2000～2002年的那段熊市中有美好的回忆。获利机会很难寻找并且财富损失无处不在。即使是2002年末到2007年这段牛市，也仅仅挽回了2000～2002年间熊市的损失。但是如表3－1所示，对那些没有投资于股票主导型投资组合，尤其是没有投资于主流股票和主流债券的人来说，许多资产类别都带来了丰厚的收益。除了股票和货币市场，几乎各类投资组合都赢得了正的收益。事实上，熊市仅对那些以股票为主的常规投资组合影响较大。在2000～2002年间，并不是缺少取得收益的机会，而是因为几乎所有的投资者都将资金集中投向那些股票主导型投资组合，只依靠配置少量债券和更少的其他资产所带来的多样化来分散风险。事实上，更多人可能会惊讶地发现，在表3－1所列的这些市场中过去几年内的年化收益率实际上几乎是相同的：1995～2000年为9.3%，2001～2007年为8.7%。

过度依赖股票投资会给投资者带来负的α。我们发现在过去的10年中，同传统的“股六债四”投资组合相比，将权重平均分配于房地产投资信托基金、商品市场、新兴市场债券和抗通胀债券的投资组合的年收益率超过了“股六债四”投资组合1个百分点，并且风险仅为后者的80%。因为标准普尔500指数在过去这段时间与债券相比几乎没有任何优势，而我们的“全资产”投资组合与标准普尔500指数相比，在获取相近额外收益的基础上，成功地将风险降低了一半。图3－1在传统的风险收益图上证明了这一结果。调整风险后的投资组合，“全资产”投资组合的夏普比率为0.58，远远胜过“股六债四”投资组合的0.29。“全资产”投资组合收益高而且风险低，做到了真正的风险分散化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－1 收益机会（1995～2006）

单位：%

资产分类	6 年期收益率（累计值）		12 年期特征	
	2001～2006	1995～2000	标准差	与股六债四的相关系数
新兴市场股票	222⁺	－23×	23×	68
房地产投资信托基金	218⁺	82	14	32
新兴市场债券	100⁺	121⁺	13	59
商品期货 ＋ 抗通胀债券	85	46	16×	7
高收益债券	71	47	7	52
标准普尔 500 等权重指数	68	179⁺	16	90
抗通胀债券	52	45×	6	2⁺
无风险规避的国外债券	52	49	5	－6⁺
可转换债券	46	82	12	75×
长期政府债券	45	86	8	2⁺
雷曼总体债券指数	38	62	4⁺	10
GNMA 债券	36	64	3⁺	15
标准普尔 500 指数	19×	219⁺	15×	99×
货币市场	18×	38×	1⁺	8
欧澳远东避险基金	13×	61	15×	70×

注：表中“＋”＝前三名，“×”＝倒数三名。

资料来源：锐联资产管理公司。

降低负的 α 带给我们两个警示。首先，并不是所有投资者都可以采用“全资产”投资法。大多数另类或非主流的资产不能吸纳大量的新投资。股票市场比新兴市场中的债券和房地产投资信托基金市场的容量要大得多。如果只是几百亿的资金涌入还不构成问题，若是几千亿或是更多的资金涌入这些市场，那问题可就大了！第二，如果股票大幅上涨，而其他的资产种类一两年内都没有起色，那么这个“全资产”投资组合相对股票为主的投资组合会相形见绌。所以，用这种投资方法也许能降低投资组合的风险，减少投资组合价值的波动，却有可能遭遇职业道德风险。尽管如此，通过扩大可能的投资组合到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些另类投资的策略，我们不仅可以避免因过度依赖股票而造成的负的 α，而且还可以降低风险，更有可能获取长久的超额收益。

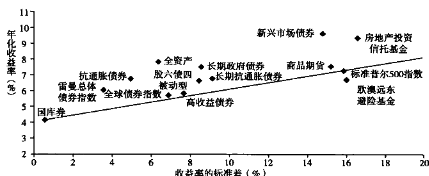


图 3－1 分散化投资的优越性（1996 年 8 月～2007 年 7 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

忽视重新调整投资组合权重的机会

通过低买高卖来重新调整投资组合权重对于投资者而言是一句非常古老的格言。但这一投资策略也往往不被广泛地利用。为什么呢？因为卖出最获利的资产有违人性，而买入表现不佳的资产更是常人所不愿意的。忽略这个简单的事实几乎是所有负 α 的普遍来源，尤其是在风险也被纳入考虑范畴的情况下。资本市场有种强烈“均值回归”倾向——在很多方面皆然——说白了就是，愿意卖掉长期赚钱的股票、买进长期赔钱的股票，就可能会有额外的收益。

无论如何，重新调整投资组合权重并不是一条容易遵守的戒律。重温表 3－1，在这十年里，试想你需要多大的勇气，在美国股票大涨 219%，但新兴市场股票却只剩下原来 3/4 的价值的六年之后，敢卖掉标准普尔 500 指数并且买入新兴市场的资产？

对一个良好的风险分散的投资组合，一个有据可循的重新调整投资组合权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重的政策可以增加约0.5个百分点的风险调整后收益。[①] 如表3-1所示，假如你在1995年的时候对表中所列15种资产各投资100美元（初始投资共计1500美元），在12年后，这笔1500美元的投资将会增长至4412美元。如果你在12年的中途只重新调整了一次投资组合权重，使每种资产都占总投资额的1/15，每种资产投资6.7%，它将为你带来额外的165美元收益，或是相当于初始投资价值的11%的收益。值得注意的是，获得这个结果需要一定的交易量，通常只需要交易投资组合中的12%，相当于每年1%的换手率。至少在这个例子中，换手率平均增加1个百分点就会提高1%的年化收益。

当然，这些超额收益的发生仅仅是出于寻找不确定性并且遵守出售表现较好的资产而购买更多的表现不佳的资产的意愿。这件事说起来容易做起来难。更令人省心的方法是“静观其变”，让资产随着资本市场的波动而变化，忽视重新调整资产权重的机会并承担随之而来的负的 α。

追逐热门股

追逐最新的投资热点在投资策略中是极少遭受阻力的，这是因为投资者总是被成功的故事所吸引，例如你的邻居中了热门的“原始股”，你的姐夫投资对冲基金并在去年获得了30%的收益，或者是共同基金公司宣传它们最新的明星基金（当然它们从来没有列出过那些表现最差的基金）。这些诱惑促使我们去追逐最新的热点，不论是某一类资产、被管理的投资组合还是单个的股票。如果我们持有一只绩效很差的基金，我们总是会在它表现最差的时候将其出售。不可避免地，我们会把出售基金赎回的钱投资在那些最近“绩效良好”的基金上。当然，这些绩效良好的基金通常也已经达到高峰，很有可能过不多

---

① 历史数据表明，对于美国主流的股票和债券而言，资产的重新配置增加了25~50个基点的收益。在全球范围内，重新配置带来的风险调整后的收益增加50~100个基点不等。长期而言，不进行重新配置而使资产比例随价格波动的组合的绩效似乎等同其至超过资产重新配置的组合，这是缘于这种组合使得投资组合不断“漂流”到最具风险同时也是收益最高的市场。但是，这种高收益是以高风险为代价的，而且通常风险的上涨还高于收益的增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

久就会下跌。

这样的行为就相当于低卖高买，完全是对投资者财富的毁损。晨星基金研究室主任罗素·金奈尔（Russel Kinnel，2005）在针对股票共同基金的研究中，对追赢者所造成的负 α 进行了量化研究。他对 17 类基金的收益测试结果指出（见表 3－2），在过去的 10 年中，平均有 2.8 个百分点的年化收益损失是由于投资者追逐近期绩效所造成的。

表 3－2　追逐热门股：美元加权与时间加权收益率

单位：%

	美元加权 10 年期收益率	官方 10 年期收益率	差　额
大盘价值型	9.60	10.02	－0.40
大盘混合型	7.46	9.05	－1.59
大盘成长型	4.35	7.76	－3.41
中盘价值型	10.43	12.16	－1.73
中盘混合型	10.59	11.41	－0.82
中盘成长型	6.32	8.84	－2.53
小盘价值型	11.64	13.63	－2.00
小盘混合型	8.95	11.32	－2.37
小盘成长型	5.35	8.41	－3.06
保守配置型	7.21	7.46	－0.25
中性配置型	7.27	8.43	－1.16
通　信　股	3.00	8.37	－5.37
金　融　股	12.81	14.36	－1.55
医　药　股	8.54	12.49	－3.95
自然资源股	10.31	12.37	－2.06
房 地 产 股	13.43	15.40	－1.97
科　技　股	－5.67	7.68	－13.35

注：资料时间至 2005 年 4 月 30 日。

资料来源：罗素·金奈尔（2005），晨星公司，版权所有，翻版需有晨星公司许可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这背后所涉及的数学方法是非常简单的。设想一个规模1亿、过去三年收益率（每年）为20%的小型基金。投资者注意到了，并且将资金投入这个热门的小型基金，以至于三年之后这个基金的资产市值达到了10亿。然而在未来的三年内，好的绩效逐渐消逝而收益率为零。从时间加权的角度来看，该基金仅有不到10%的年收益率，但是从资金加权的角度来看，该基金的收益率则不足2%，这足以说明其每年有近8个百分点的绩效下滑。

专业投资者也像一般投资者一样容易屈服于这种现象。试想，一个养老金管理者在2000~2001年新的资产种类中推荐一只投资新兴市场价值型股票，并附加提供以下信息："新兴市场股票在过去的七年中表现相当差劲，在全球牛市的情况下损失了1/4的价值。这种类型的股票的估值创下了历史新低，特别是相对于我们持有最多投资的美国市场。因此我建议配置10%的资产在新兴市场，我还任命了经理管理这个新的细分资产，以价值为导向进行操作，他们过去五年的绩效低于新兴市场指数将近10%。因此，我认为接下来的五年将会是他们取得丰厚利润的一个好机会。"

那时候，投资者急于寻找的是那些三年、五年绩效良好的成长型经理。因此，就凭这位养老金管理者不计后果的胡乱推荐，他极有可能面临被炒鱿鱼的窘境，更不用说有机会让公司采用他的策略了。然而，新兴市场的价值型股票在接下来的五年里赢得了500%的累计收益，而发达市场的收益则平淡无奇。

这种追涨杀跌的行为在缺乏耐心的个人投资者和机构投资者中普遍存在，并使他们错失了大部分股票市场的收益。

市值加权投资组合

最后一个负α的来源是：大多数投资者投入大部分资金在里面的资产种类——股票。传统的主动管理型基金的缺点是众所周知的：经过相对长的一段时间后，管理费和交易成本导致股票基金的平均年收益比标准普尔500指数低0.5~2个百分点。金奈尔研究发现大多数投资者因为申购或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赎回基金会损失额外的 2～3 个百分点，这一事实促使越来越多的投资者倾向于指数基金。

但是股票型指数基金也有另外一种形式的成本，这个是看不见的，因为这些基金是采用他们自己的指数来衡量的。市值加权指数基金追逐绩效，因此将我们资金中的大部分配置于最近的“成功者”（表现好的股票），而将较少的部分分配给当下的“失败者”（表现不好的股票）。一只股票会得到两倍的权重仅仅是因为它的价格翻倍了。我们不愿意**买**价格飞涨的股票，但事实上我们**持有**更多的这种股票。在三年的科技泡沫中，思科在标准普尔 500 指数中的权重是怎样从 0.4% 增加到 4% 的？思科的权重变为原来的 10 倍是因为相对于市场上的其他股票，它的价格变为原来的 10 倍。具有讽刺意味的是，当它的股价跌入谷底时，其营业收入、利润和净资产的增长是优于整体市场经济的，但这也不足以支持在其股价顶端过高的估值倍数。

基本上所有的传统指数及其相关基金产品都以华尔街赋予企业的总市值为标准来决定企业在指数中的权重。市值被高估的股票（例如美国在线、思科及 2000 年初期的朗讯科技）将会有较高的市值，从而产生较大的权重。市值加权指数投资组合会自然地将我们资金中的大部分投向那些价格高于其内在价值的股票，然而当市场回归理性评估内在价值时，这些股票往往会表现得比较差。这样的情形，即便在我们不知道哪些公司具有这种被高估的问题时，一样会发生。那些价格低于内在价值的股票将会有较低的市值和指数权重。**由于这类股票在投资组合里所占的权重相对较小**，其后期绩效的提升所带来的收益也不能弥补投资组合里价值被高估的股票带来的损失。

因为 α 通常是相对于市值加权型的“市场”来衡量的，而市值加权指数不会产生正的（或负的）α。但是在市值加权指数中，股票价格和投资组合权重是相关联的，市值加权的投资组合中将会包含超过一半的价格被高估的股票，从而导致收益拖累和负的 α。

基本面指数避免了这样一个结构性的收益拖累。其通过营业收入、利润等反映公司经济规模的基本面指标为股票赋予权重，从而切断了股票权重与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定价误差之间的联系。采用与估值无关的加权方法可以使得该投资组合中被高估和低估的股票数量基本相等，**甚至不需要我们去确定哪些是高估的股票，哪些是低估的股票**。由于纠正了这些定价误差，与它们相关的利得或损失也彼此抵消了。

凯恩斯不仅是一位地位显赫的经济学家，还是一位传奇的投资家。他说过他不会投资于投机和预期，他更偏爱投资于那些企业所拥有的资产和产品。还有什么会比市值加权指数更好地反映“投机和预期”呢？又有什么比通过公司的营业收入、利润、净资产（账面价值）和分红决定的权重更能反映公司所拥有的、所生产的和能给股东带来的收益呢？

实践我们的提议

许多财务顾问目睹自己的客户犯了前面提到的前三个错误，即前三个产生负 α 的来源。股票较高的收益率或者其他收益率较高的投资产品，都会吸引投资者放弃分散投资的想法。因为这些近期赢家会让投资者无法抗拒，诱使投资者去追逐那样的绩效——在这样一个均值回归的世界里，这是一个非常糟糕的习惯。重新调整投资组合权重往往意味着更多地投资在市场上表现较差的资产上，有些人认为这是在“浇灌杂草”，但任何一个园丁都会知道，杂草也会疯狂地生长。

明确的投资政策必须能避免这三个代价高昂的诱惑——过高的股票权重、追求眼前利益以及放弃重新调整投资组合权重的机会。稳定的资产配置结构、自动的重新调整投资组合权重的程序和长期绩效评估的标准是经得起时间和理论的检验的。事实上，财务顾问所能为客户做的最佳辅助就是推广并践行这些理论，从而避免他的客户犯一些简单而代价高昂的错误。这些政策将会协助我们和我们的客户展现出耐心、纪律、坚持这三样获得投资成功而必须具有的特质。

因市值加权而造成的回报拖累是一个新的概念，这主要是因为只要我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们用同样的市值加权指数来衡量自己的投资绩效，我们就不能意识到这一拖累的存在。市值加权对绩效产生回报拖累这一观点已经在学术界和实务界引起了相当多的争论。这一概念挑战了现代金融的一些核心理念并且对投资界中令人赞赏（及最大的投资量）的产品提出了质疑。基本面指数基金最大的优势在于它并不像传统指数基金那样忽略我们刚提到的这些简单的投资策略。

倾向于多投资在那些市场上的新宠儿——却忽略了重新调整投资组合权重——同样会导致构建一个分散投资不足的投资组合，尤其是在泡沫和投资狂潮的推波助澜之下。当一小部分热点经济行业价格飞涨的时候，必然产生的一个副作用是，高度集中的市值加权指数投资组合，它直接反映了一个更为集中的市场。一个极端的例子就是，在科技泡沫中，传统指数基金的分散化优点便打了折扣。在过去的半个世纪里，没有一个超过标准普尔 500 指数 25% 的市场行业在未来能表现出足以与其权重相符的收益率；也没有一个超过其经济规模两倍的市场行业可以在后续的十年里，带来打败市场的收益。2000 年的科技股就是这样的受害者。

为什么投资顾问应该在客户的全资产配置中，强调能经受时间检验的分散化投资、重新调整投资组合权重，以及勿追逐热点？这不是很基本的吗？这些投资顾问不应只是转过身去，投资于忽视这些方法的指数基金。

结　论

基本面指数的概念与市值加权指数不同，它不追逐短期热点的收益。它根据公司经济规模的大小重新调整投资组合权重，从而实现更可靠的投资分散化。价格翻一倍的股票不应该权重也随之增加一倍——除非公司的经济规模也翻了一倍。基本面指数每年的重新调整投资组合权重确保了投资的纪律性，同时也避免了传统市值加权指数所造成的追逐热点的行为。那些表现较好的股票会被再平衡到其经济规模，并且将获利的部分投资于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那些价格表现劣于其营运绩效的企业。因为大多数企业的股价和它们的经济规模大致相吻合，年度换手率并不会太高——几乎和市值加权指数一样低。最主要的是，以基本面作为权重指标避开了那些常常会给股市带来灾难的大大小小的价格泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

指数基金的优点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资者，包括机构和个人，都会发现投资股票的最好方法是通过收费最低的指数基金。

——沃伦·巴菲特（Warren Buffett）

1996年伯克希尔哈撒韦公司年报

致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年末，全球有超过5万亿美元的指数基金，并以每年超过5000亿美元的速度增长。毫不夸张地说，指数基金风潮已经席卷了全球，成为大势所趋。本章将会罗列许多指数基金的优点，并阐明为什么这个简单的投资策略会成为对投资者如此有价值的工具。为了全面地阐明指数基金的优点，本章将指数基金与其主要竞争者（众多主动管理型基金）进行对比。

有些批评家认为，我们在诋毁现代金融界的先驱，甚至是对指数化投资进行攻击。我们不同意这个观点。我们认为我们的观点恰恰是建立在坚实的已有理论基础上的。在接受定价误差是现实存在的这一简单认识的基础上，我们将有可能回归比尔·夏普的资本资产定价模型和他的单因子风险模型。多风险因子一直就是资本资产定价模型的薄弱环节，然而，它很可能仅仅是定价错误的一种表现形式。我们认识到许多最好的主动型投资策略是建立在价值、重新调整投资组合权重以及就市场的极端近似赌博的投资行为进行反向交易的基础上，我们将融合这些丰富的主动型投资策略，同时遵循杰克·博格尔的低成本、低换手率的宗旨，打造我们的指数基金。

现有的传统指数有许多优点值得我们探究。得益于如此强大的基础，我们认为我们创造了一个更好的指数体系。简而言之，基本面指数应该是股票指数化投资过程中产生的一种更加明智的投资理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票投资的吸引力

股票对投资经理和他们的客户来说，可谓是达到投资目标最主要的手段。股票投资者随着参与公司资本化来获取他们应得的回报并承担相应的风险。自1926年开始，股票市场（以标准普尔500指数衡量）每年创造了超过10%的收益，超过了长期债券投资组合收益的两倍。

当然，这个收益不是免费的：股票比债券更具有风险性。当公司破产时，债券持有者享有优先受偿的权利，股票持有者只能在清偿完债权人的资产后分一杯残羹。另外，股票分红通常会比债券利息要低（虽然这种情况并不是绝对的），因此股票持有者通常会更依赖企业的发展前景，从而弥补这种收益上的差距。

大多数财务顾问用统计上的标准差来衡量一项投资的风险水平。标准差衡量了收益偏离均值的程度：高的标准差意味着偏离均值的范围较大，因此会有更大的可能带来损失或是收益。当然，高回报必然伴随高风险，这一认识常常被投资者忽略。对于大多数投资者而言，资产价格下降的风险保护是投资组合计划中的一个重要环节。但是，任何股票投资者都不能忘记风险是双面的——上升风险与下降风险。股票投资者可能，甚至应该，**因为他们愿意承担资产价格下降的风险**而获得溢价。

股票市场会周期性地处于绩效低迷期，而且这种低迷期有时可能持续数年。如果采用适当的风险分散，长期投资者就能够躲过这些暴风雨的侵袭，而继续获得理想的收益。在第二次世界大战后的60年里，标准普尔500指数的年化标准差为15%，带来了平均11.5%的年化收益，其中有12年是负收益，并且其中的两年损失超过20%。

当然，造成这一结果的部分原因是股价相对于公司盈余和分红增长的上升。在1950年代，股票平均收益率在8%以下，这意味着投资者要想靠分红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来收回他们的投资成本需要 13 年；当前股票市场的收益率是 1.9%，这意味着投资者需要 52 年才能收回他们的本钱。这意味着相对于每一美元的分红收入，现在的投资者愿意支付从前 4 倍的溢价，这在很大程度上解释了股票指数的历史回报如此之高的原因。

股票与政府债券（或现金）的收益率之间的递增差异被称为“股票风险溢价”。尽管一直以来风险溢价存在起伏落差，但该数值在过去的 25、50、100 甚至 200 年间的年平均值域为 300 ~ 600 个基点。这个长期的历史性回报让我们意识到，股票投资者因为要承受股票市场的风险可以享受到每年超过 500 个基点的额外收益。但事实上，这种风险是具有对称性的。在 19 世纪的 100 年间，股票的平均收益率比债券高出**不到 100 个基点**；而在 1872 年之前的 70 年间，股票和债券有着**相同**的收益率。通过更加深入的分析发现，在 1802 ~ 1872 年这 70 年间所包含的长达 55 年之久的熊市中，股票的收益率无情地落后于债券。这些落后的收益在其后的 15 年内才最终被弥补回来。所以，当人们对于“长期股票”有信心时，他们必须明白这可能需要长达数代人的“长期”才能获得最终的成功。

即便如此，对于真正的长期投资者来讲，得益于被爱因斯坦称为人类最伟大的发明的复利效应，任何风险溢价都将令他们的终端财富连连翻番。举例来说，于 1802 年初投资 100 美元，若使用美国股市收益率作复利计算，到 2007 年中期时，这笔投资将会增长至近 **10 亿美元**；若投资于 10 年期的美国政府债券，该笔投资仅会增长至 230 万美元。债券投资的收益虽然不错，可股票市场的收益率在两百多年的时间中却带来了超过 400 倍的收益。由于大多数投资者期望未来的收益将仿效这段长期投资历史，因此股票在各种投资组合中占据了相当可观的比例（见图 4 – 1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

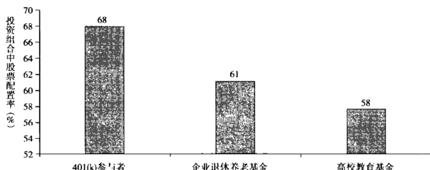


图 4－1　平均的股票配置率

注：401（k）资料来自 2006 EBRI/ICI 资料库，企业退休养老基金资料来自 2007 Milliman Pension Funding Study，高校教育基金资料来自 2006 NACUBO Endowment Study。

资料来源：锐联资产管理公司。

股票投资选择

希望创造巨额财富的投资者可以选择两种不同的路径：主动型管理或被动型管理。当然，这当中还存在一个更为具体的分类（包括增强型指数，保守型或激进型策略，多空或 130/30 策略等），但我们这一章的目标就是聚焦于这两种不同的主要路径。

理论上，价格是市场对于公司公平价值作出的最接近的估计，是通过将未来现金流折现而得出的。那些相信价格不总是反映内在价值并且相信自己可以识别绩优股的投资者往往会倾向于主动型投资策略。那些相信价格是内在价值合理的近似并缺乏时间或资源去寻找定价错误的投资者，将会更乐意使用被动型投资策略进而持有接近整个市场的组合。

很多学术著作已经提到了主动型管理和被动型管理的相对优越性。我们并无意挑起关于这两者的争论。每一种方法作为客户投资组合的一部分都有潜在的优点，尽管主动型管理面临两个棘手的问题。第一，主动型管理者不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能全部都胜过指数基金。相对绩效增加值是一个“零和博弈”：每个赢家的背后，必然有一个失败者。事实上，主动型管理的高昂佣金决定这是一个“负和博弈”，即实际总体功效为负。第二，主动型管理的输赢关键在于是否能够事先找到优秀的基金经理。接下来，我们将对主动型管理和被动型管理进行简短的讨论以识别两者各自的优势，并将其优势保留于新指数产品的开发中。

主动型管理

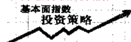
主动型管理的前提：通过将更多的钱投放在相对于其公平价值价格被低估的股票上，基金管理者将能够“跑赢大盘”。为了寻找这些投资机会，他们通常会仔细研究股票，以寻找比市场更具升值力的股票。[1] 如果从研究得来的观点是正确的，这个管理者的投资组合的表现将会高于同类型的大盘基准指数，例如标准普尔 500 指数及罗素 1000 指数。

每个基金管理者都可能有自己的一套用于在股市中寻找价值被低估的股票的手段。价值型经理寻找暂时的低定价的股票，动量型经理劲追当下的明星股票，成长型经理寻找那些发展前景非同一般的公司。一些技术分析型经理依赖于对图表、走势线、均值与交易量等诸项指标进行分析。也有一些经理则通过对公司财务报表包括其注释的深入分析，联络其供应商及客户，访问公司管理层成员的方式进行股票评估。还有经理自上而下，首先关注全球经济状况，从而明确现行的商业循环以投资于那些他们认为会带来高预期收益的产业板块。还有许多经理开发了多样的投资主题，例如婴儿潮、老龄化、贸易全球化等来确定他们的投资方向。量化投资公司通过研发复杂的计算机模型对大量所谓的可靠数据进行分析从而寻找定价误差。

这些研究方法按不同的预测额外收益被包装成五花八门的投资产品。集中型基金经理通常仅集中投资于一小部分股票（不到 30 只股票），与市场指数

① 任何运用主动型管理的投资者或投资顾问的隐含假设是：股票价格并不总是等于其内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相比，他们往往在追求丰厚的超额收益的同时不可避免地携带了较高的跟踪误差。增强型指数则与此不同，通过持有数百只股票，紧密地跟踪市场平均值，同时获取略低但更加可靠的超额收益。介于上述两者之间的则是传统的主动型投资组合，通过投资于不同行业的 40 ~ 80 家不等的公司来实现分散化。

被动型管理

被动型投资是建立在股票价格在很大程度上准确反映其内在价值这一假设上的。换言之，被动型投资者认为想要通过主动选择股票来赚取高于市场的额外回报是非常困难的，特别是扣除交易成本后。被动型投资崇尚的是拥有整个投资市场，而不对单只股票的价格作评价。典型的被动型投资方式是购买那些与市面上公布的指数紧密贴切的基金，即**指数基金**。

指数基金不需要分析员对公司、经济体以及市场交易行为进行分析研究来监测每日的市场价格动态进而决定进退市场的时刻。指数基金可以反映整个市场或市场中某一特定板块，例如小型公司股票或成长型股票。指数基金构建的第一步是对“市场”的定义：就标准普尔 500 指数而言，我们把**市场**定义为“美国经济体的主要产业中前 500 名公司”；对于罗素 1000 指数，就定义为“股票市场流通股调整后市值排名前 1000 的大公司”；Wilshire 5000 指数，则被定义为“市值排名前 5000 的大公司”。这样，独立的指数要么用市值，要么用流通市值进行权重配置。[①] 例如，如果标准普尔 500 指数的市值总和约为 15 万亿美元并且埃克森美孚的市值为 4500 亿美元，那么埃克森美孚在标准普尔 500 指数中所占比重将接近 3%。这一比重计算的规则是很简单的，并不需要博士级别的分析能力。

---

① 对于流通股调整为何与“有效市场”理论相一致这个问题，我们一直持保留意见。对于那些持股人比较集中的公司，难道我们真的要减少投资？别忘了这些少量的持股人对公司极为关注，因为他们的命运与公司的成功息息相关。而我们真的要偏好持股较为分散的公司吗？别忘了相较于持股紧密的公司，他们的管理团队往往缺少同舟共济的精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的唯一保证——成本很重要

早自20世纪70年代起向大众推广指数化投资的杰克·博格尔总喜欢提及"成本要紧假设"（cost matters hypothesis）。在他看来，这一假设比有效市场假设更重要。博格尔的观点是完全正确的，即便那些关注最终收益的个人投资者也很难否定这一观点。无论如何，投资者最后所能获得的收益是在扣除管理费和其他费用（以及由此所产生的税金及相应的通货膨胀）之后剩下的部分。投资者未必知道他们的投资收益将会有多少，但如果投资于高费率的基金，他们就一定需要更高的收益来平衡高额的管理费。当然，诸多相关研究表明，高额的管理费并不意味着高额的收益。

指数基金是一个持有广大市场的低成本且有效率的投资工具。与主动型基金相比，指数基金特有的设计方式能够降低其操作成本，实现低管理费而使投资者得利。指数基金的目标是达到市场平均收益水平，不需要花费精力研究任何一只股票能否表现优异。正因为如此，那些主动型基金所需要支付的研究人员工资以及数据服务费等费用都与指数基金无关，从而实现其超低的管理费用。

指数基金成本上的优势不仅限于这些。市值加权的一大优势便是它几乎不需要任何交易，因而不产生交易成本。由于市值加权型基金的权重随着投资组合中股票价格的变化而自动调整，基金管理者就不需要做任何实质性的调整。除了与大的公司行为（例如并购、破产、新股发行或回购等）相关的调整，指数基金管理者唯一需要重新配置投资组合权重的时间就是在定期指数调整时，一批新的符合指数条件的股票取代那些不再符合指数条件的股票。[1]

在投资管理这样竞争尤其激烈的市场中，从长期来看，成本优势使得指数基金成为主动型基金的劲敌。事实上，尽管大部分主动型基金管理者拥有丰厚

---

[1] 指数基金必须对公司大的行为作出相应调整。这种行为包括并购、分拆、回购以及股票增发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的研究预算，他们在收益上也很难兑现最初的承诺。如表 4 –1 所示，在最近的 15 年间，主动型股票基金平均落后标准普尔 500 指数高达 70 个基点。阿诺德、贝尔金和叶（2000）的研究表明，如果算上已被关闭清盘的基金，这一差距将在 2% ~4%。

表 4 –1 被动型指数与主动型指数在美国市场的绩效比较

单位：%

	10 年	15 年
标准普尔 500 指数	8.21	10.88
股票基金平均值*	7.80	10.22
指数的优势	0.41	0.66

* 包含晨星公司大盘平衡型基金系列。
资料来源：晨星公司，截至 2007 年 3 月 31 日。

如果考虑税后净收益的话，这个差距将会更大。由于不需要重新调整投资组合的权重，指数基金不需要售出投资组合收益率高的股票。这意味着我们不急于兑现所得获利，同时这也避免了资本利得税支出。主动型基金的管理者往往售出那些达到他们预期价格的或是他们认为不再有吸引力的股票，这导致投资者必须为他们投资组合的收益交税，而指数基金的大部分收益都可以暂缓赋税。

扣除费用后的主动型基金管理者的净收益不容乐观，绩效还是无法胜出基准指数的收益率，而这种现象并不仅仅局限于美国市场。如表 4 –2 所示。

表 4 –2 被动型指数与主动型指数在全球市场的绩效比较

单位：%

	10 年	15 年
MSCI 全球（不含美国）指数	7.97	9.56
全球股票基金平均值*	7.15	9.31
指数的优势	0.82	0.25

* 包含晨星公司国外大盘平衡型基金系列。
资料来源：晨星公司，截至 2007 年 5 月 31 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金的优势

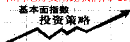
指数基金的长期回报率优势是令人骄傲的。这并不是因为主动型管理者缺乏天赋，而是缘于整个市场的**结构**：共同基金的诞生及专业化资产管理产业的不断壮大，造成无数辛勤工作的专家千方百计地想要**变成市场**。市场是以市值赋权重的，指数也是如此。除去指数基金，剩下的实质上拥有的是相同的投资组合。主动型管理者总体持有的投资组合事实上就是该指数本身。因此，主动型管理者在扣除费用之前的平均收益将会与指数基金相同。但由于主动型基金的成本和费用很高，最终能给投资者剩下的平均净收益相应的就会比较低。

主动型基金的平均收益劣于大盘并不意味着所有主动型基金的收益都无法优于大盘。这仅仅意味着寻找高于市场水平的回报率的努力是一个零和博弈：在减去成本后，胜出的唯一条件是在交易的另一端存在失败者。同样的道理，不可能所有专业棒球队的胜率都是50%。这并不是说赔钱的50%的投资者就一定是失败的，因为在资产管理中，**扣除费用之前**，一半人赚钱一半人赔钱，在支付费用之后，正如我们前面所提到的那样，主动型管理的整体效应变为负值。市场投资参与者追逐热门的经理、基金和策略的天性恰恰加剧了这一问题（Kinnel，2005）。①

当然，还是有一些基金经理长期拥有超过市场绩效的投资收益。具有讽刺意味的是，人人都以沃伦·巴菲特为例子，这恰恰说明了拥有能够达到如此超额收益才华的罕见。要想事先识别这样一个成功的基金经理是很困难的，绝大部分人都是事后诸葛亮。为了寻找这样一个基金经理，投资者必须要判断一个

① 主动型管理在总体上不能带来效益增值其实正好证明了主动型管理行业的重要性。主动型基金在建立价格和纠正错误定价方面起了关键性的作用。投资行业的激烈竞争已经使得价格相当得有效，一个拥有普通资源和技术能力平庸的分析师并不比一般市场参与者有更多的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金经理眼前的成功业绩是缘于其优异的投资技巧还是仅仅缘于运气。投资者还需要确认那些有过成功投资业绩历史的基金经理是否能够继续取得优异的投资业绩。

在理想状况下，投资者不应该仅仅局限于寻找那些有优异历史业绩的基金经理。有的基金经理本身拥有高于平均水平的投资技巧，但是却有着较差的投资结果，那是他不走运罢了。假设有一位优异的管理者，他的投资技能足够获得超过市场平均水平 2 个百分点的年化收益，如果这其中有 4% 的跟踪误差，那么信息比率则为 0.5（2% 的超额收益除以 4% 的跟踪误差）。这个经理将会在 10 年中有 7 年能跑赢大盘。但是尽管这个基金经理的投资技巧不曾退化，每 100 年内他也会有一个 **10 年期**劣于大盘的业绩。以 95% 的置信区间而言，大概需要 16 年的时间来跟踪这位基金经理的历史业绩才能确认其技巧的真实存在与否。

主动型基金管理者能否在未来保持优异业绩的不确定性又使得寻找优秀经理这一问题难上加难：一个经理会不会在具有 16 年的成功投资经验之后，就会变得非常富有，以至他只需凭着口碑经营而逸于玩乐不再潜心研究了呢？经理会因为之前的成功而失去前进的动力吗？这些难题往往无法在需要做出适当的投资决策之前得到及时解答。

那么，到底需要多长时间才可以决定一个经理是否有技巧呢？如果一个基金经理的信息比率是 0.3（依据 eVestment Alliance 截至 2007 年 6 月 30 日过去 10 年的机构数据来看，这一数值大概在生存下来的大市值股票投资者中居于中间的位置），那么需要取得近 44 年的业绩记录才能决定其技巧高低。无怪乎许多投资者放弃选择成功基金经理的艰巨任务，而转向投资指数基金。

很明显，普通的股票投资者在选择投资低成本的指数基金后可能得到比主动型基金更高的收益。除成本之外，指数投资者还可获得一些额外的优势，尽管这些优势并不像成本优势那样明显，但它们也使指数基金更具有吸引力。这些优势包括：

- 流动性和巨大的投资容量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 广阔市场的代表性和投资风险的分散化。
- 低换手率和低利得税。
- 便于监督和执行。

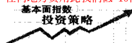
流动性和容量

由于大多数指数基金是以市值为权重标准并具有广泛的多元化分散投资属性，指数基金中大部分的资产配置于大盘股的股票，从而使其具有较强的流动性。大市值型股票具有较大的日成交量并且大宗交易对于其价格的影响较小，因此指数基金可以在任何指定日要求期满赎回或吸纳巨额资金而不对股价产生太大的影响。

另外，指数基金或多或少地购买整个市场的属性使其拥有无限的资本容量。上万亿美元已被投资于市值加权基金。截至 2006 年末，世界范围内共有价值 5 万亿美元的指数基金资产。即便这个数额翻一倍也不会对市场（至少那些大型企业）造成太大影响：极少的企业股票体现出大的净交易量，因为资金正从主动型基金管理者转向被动型指数基金，而且主动型基金管理者持有的基金总和与指数基金的投资组合几乎相同。

将上述情况与主动型基金作比较：即使是集中于大市值投资组合的主动型基金管理者在运营时也会面临流动性和市场容量的问题。这是因为他们的投资组合可能与市场有很大差异（这很自然，因为他们的目标便是战胜市场）。他们的研究旨在发掘那些价值被大大低估的股票，所以组合中包含的股票数目也更少。通常情况下组合中股票的数目越少，该基金的市场容量也就越小。进一步来讲，如果一个基金经理持重仓于小市值股票，该基金的流动性就会受到直接的影响。这些盘根错节的问题导致主动型基金管理者的历史绩效很难被判断：一个经理的优秀投资记录是否建立在很小的资产规模上？当给予十倍的资金，该基金经理能否保持优秀的绩效？这些重要问题在指数基金中则不存在，正是由于指数基金具有较强的流动性、较大的市场容量以及不频繁的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资分散化

构建指数的最初目的是为了反映市场的表现，正因如此，投资组合中的股票有意识地被分散于市场中的各个行业。因1970年代早期出现的绩效测量这一理念，指数也随之成为主动型管理投资组合的基准。为了同时满足上述两个目的，指数要能够代表广大市场，尤其是投资者的机会组合。大市是以市值赋予权重的，因此指数也是。指数分布于市场的各个行业，一些基准指数，例如标准普尔500指数和罗素1000指数，都包含了许多主要经济部门、许多产业以及许多单个公司。这些指数基金的分散化程度要远高于那些主动型基金。

尽管最好的指数近乎完美地体现了大市，它还是**不能够**反映出整体经济状况，甚至不能代表经济中上市公司的那一部分。企业的股票被赋予了不同的估值倍数以反映投资者对于每个企业未来成长的不同的预期。相对于规模相同而成长预期较弱的其他公司而言，有强烈的成长预期的公司将会拥有更大的市值。正因如此，市值加权指数偏爱那些成长型公司，或者更准确地说，偏爱那些全体投资者相信它会快速成长的公司。结果，指数成为一种大众对于**未来**经济期望的反映。正如我们在后文验证的，这意味着市值加权指数可能是不成比例地投资于“好”的公司，而这些公司的股票却不见得就是最好的投资选择。

低换手率、低资本利得税

指数投资组合的低换手率有两个直接的好处：低操作成本和低所得税（对于应课税的投资组合而言）。值得注意的是，一只股票只有在其市值低于标准线或者是该企业经历了合并、收购或者破产等重大事项后才会被剔除出投资组合。因为这些被剔除的股票价格通常会降低（除并购必须出售之外），所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以即便有收益也是微不足道的。

这种情况和主动型基金正好相反。当主动型基金管理者成功地发现那些曾被低估的股票的市值渐渐升至他们所定义的公平价值时，他们就会将这些股票出售，从而获取相当丰厚的收益，并紧接着购买新股票以取代出售的股票。这会导致比指数基金高很多的换手率。图 4－2 很明显地表明了共同基金和指数基金年化换手率的不同。

指数基金和主动型基金之间的收益差距在考虑所得税之后将会进一步加大。阿诺德、贝尔金和叶（2000）的研究报告指出，在过去 20 年间，只有 14% 的主动管理型共同基金（仅包括未被清盘的）在扣除了资本利得和分红税款之后取得超过先锋 500 指数基金的收益。① 由此看来，税收部门更偏爱那些依赖主动型基金的投资者。

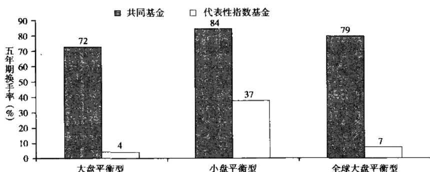
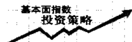


图 4－2 平均年换手率对比（2002～2006）

注：本图建立在晨星公司数据基础上，换手率为截止到 2006 年的五年平均值。代表性指数基金包括嘉信标准普尔 500 指数投资者等级大盘平衡型基金、嘉信小盘平衡型基金及先锋发达国家市场全球大盘平衡型基金。

① 阿诺德、贝尔金和叶 2000 年的论文只包括在 20 年中资产保持在 1 亿美元以上的股票型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



操作简易

市值加权指数基金最容易被忽略的优势或许是执行和监管的便利性。挑选并且跟随一个指数基金经理不论是标准普尔 500 指数还是罗素 1000 指数，或是其他传统指数，这都是很简单的准则。[①] 他们都投资于一样的投资组合！指数策略的操作技巧悬殊不是太明显，所以指数基金过去的绩效也大致相同。既然持有一样的股票、一样的权重，费用通常是投资者作出决策的唯一参照标准。这是一定的：假设其他因素均等（在指数基金里，尤其是这样），收取低佣金的基金将会是最终的赢家。也就是说，投资者只需简单地列出每年的费用并从中挑选出最便宜的（通常都是拥有最多资金的基金）。[②] 然而，这一切并不适用于主动型基金、增强型指数或是特性指数。

因为衡量标准是统一、公开且透明的，评估指数基金的绩效也相对容易。在扣除成本后，需要关注的便是该指数基金与其目标基金之间的跟踪误差。在评估指数基金绩效时，我们不需要知晓个别组合的绩效情况。“风格漂移”并不成问题。“风格”是由被定为基准的指数来定义的，由于指数基金本身便是基准，即便有些基准会随着总体经济状况的变化及投资参与者对市场收益预期的变化而呈现多种“风格漂移”，这些“漂移”也几乎不会被察觉。罗素 1000 价值型指数即为大市值价值型资产的代名词，基于这样一个指标的基金绝不可能突然转变为成长型资产。[③]

由于指数基金的投资者不必担心基金经理或是管理过程“突然失灵”，从

① 我们并不想低估指数基金经理的重要性。他们要做一系列的工作，包括代理投票、管理纳税收益、出借证券并不断更新投资组合（购并、摘牌以及重新配置等等）。他们必须降低成本从而收取仅仅几个基点的费用。

② 市值加权指数也许是投资行业唯一一个规模越大（以管理的资产来定义其规模）越好的领域。

③ 这里的关键是：风格的定义和市值加权指数相关联。例如，极端的牛市（如 1950 年代或科技股泡沫时期）会引起指数的“风格漂移”。在 1990 年代末，传统的价值型基金经理曾经对罗素 1000 价值型指数的组成提出异议：他们认为其指数当时持有太多不符合传统意义上的价值股标准的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而使这种基金的监管过程也变得容易许多。一个投资组合中所包含的股票和其组成的基本原则是不变的，因此像投资组合经理易人之类的问题并不会令投资者焦虑。公司层面的所有权改变也不会引发任何不安情绪。你也不必担心你的基金规模会超越其容量，更不可能有一个指数基金因为不能容纳太多的资金而变成“柜橱基金”，按兵不动。由于投资组合经理没有太多自主空间，利益之争和利益输送也就几乎不会存在了。这些优势在很大程度上节约了投资委员会成员以及客户的时间，从而允许他们将更多的时间和精力花在更多有价值的事情上，例如资产配置、目标设置或是打高尔夫球。

避免绩效博弈

投资者过去的损失很大一部分缘于“绩效博弈”。图 4－3 中的数据出自一份先锋集团创始人杰克·博格尔的公开资料。该图分别列出了先锋指数基金、平均主动式股票型共同基金以及平均主动式股票型共同基金投资者在这 20 年间的收益率。投资行业满是各种运用季度性分析手段来对客户投资组合进行绩效测量的方法。所得出的分析结果都可以向我们生动地展现主动型基金管理者的绩效：

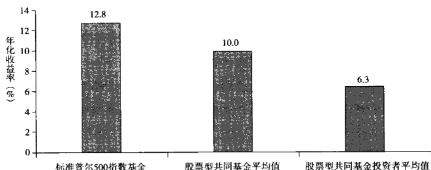


图 4－3　绩效博弈的代价（1983～2003）

资料来源：博格尔（2005）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上个季度，A 共同基金在同类基金中排名前 75%，较其第一基准低 250 个基点，较其第二基准低 150 个基点。我们更进一步地发现 85% 的绩效落差缘于基金经理糟糕的选股决策，但具有讽刺意味的是，这恰好是那些经理自认比别人强的地方。

这些已成定局的客观数据并不能告诉我们绩效落后是缘于经理运气不好还是缘于缺乏专业技能。事实上，这些只不过是一堆描述短期内大量无实际意义结果的噪音数据罢了。几乎所有投资策略的绩效都是具有周期性的：有理想的绩效周期，也有不理想的绩效周期。很多时候，投资者一见报表上的基金资产缩水（实际上正处于不理想周期的低谷），便草率地决定退出该基金。

这一点并不奇怪。共同基金公司经常大肆宣传他们最近的赢家。财经媒体也以“拯救低迷投资组合的五只最佳基金”为噱头来吹捧这些基金的优秀绩效。[①] 给共同基金评级的公司也参与了这一场绩效博弈：几乎所有的 401（K）养老基金都会依据评级公司的级别来寻找五星级基金。总而言之，这些多方面因素的影响往往混淆了投资者的判断能力并促使他们从投资组合中剔除那些绩效差的基金，而大多数时候，投资者并不会因此获利。

被动型投资者可以轻易地避免绩效博弈，因为被动型投资策略复制了整个市场，而市场本身不会整体陷落。指数基金的构成方式使其长期绩效在与同类基金较量时永远不会落入黑名单的前 10%。也正因为如此，指数基金几乎很少被纳入绩效“待观察”的黑名单内，而那些参与被动型投资策略的投资者也很少用时下热门的主动型基金来取代指数基金。

绩效博弈的参与者不仅有散户投资者，而且还有大型养老金计划的投资顾问（尽管他们的投资水平令人称道，他们也经常犯同样的错误）。戈雅和沃尔（Goyal and Wahal，2005）的研究表明：在替换经理的三年后，被解雇的经理的平均绩效要超过相应被聘用的新经理，约为年化收益率 1.6%。

① 我们这么说并不是对财经媒体表示不满。媒体出售杂志、报纸或广告业务，而读者往往倾向于听一些有趣并鼓励投资者采取行动的故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

选择主动型管理其实就像钓鱼——每一天都有它独特的地方：潮汐、水的清晰度、水流速度、云量、气温和许多其他不可预期的因素决定了每日钓鱼数量的不确定性。鱼或许在昨天自己跳上了船但是今天可能就不会了，钓鱼（或者是追逐超额收益）不总是有保障的。昨天海湾西北角的鱼最多并不能告诉我们明天在那里会钓到鱼。这种不确定性并不意味着鱼（或者投资经理的技巧）就此消失了。“钓鱼”是需要时间和耐心的。杂货店货架上的金枪鱼罐头总是随手可得。虽然买罐头不如钓鱼来得有趣，但是它价廉且可靠。指数基金就好比金枪鱼罐头，费用低且绩效可靠，对投资者来说是一种很好的选择。

人类的天性促使人们极力追求成功、避免失败。在投资中，对行动的渴望（对于许多经理而言，外在的压力来自客户）令很多投资者（包括个人和机构投资者）失去了应有的耐心并损失了大部分股票市场的收益。总而言之，指数基金投资者在很大程度上更容易避免这场绩效博弈。

随着我们对指数基金研究的不断深入，它的优势将愈趋明显。指数优化是一件充满挑战性的工作。为了谨慎起见，任何一个新的指数，不论其竞争优势多大，都应该传承旧有指数的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

指数基金的致命弱点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数时候，股票表现是非理性的且股价呈双向过度波动，这是缘于一般人喜好投机或赌博的天性……对希望、恐惧和贪婪让步。

——本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今的市值加权指数基金是建立在20世纪五六十年代所发展的理论基础之上的。这些理论致使其创造者获得了诺贝尔奖并且成为财富管理领域中的重要创新。该领域的首篇具有重要意义的文献便是哈里·马科维茨于1952年发表的题为“投资组合的选择”的论文。该论文完美地诠释了投资分散化这一理念。马科维茨的均值—方差分析框架给投资者和基金管理者展示了如何通过增加不同类别资产的投资来降低整体投资组合的波动性，减少风险；这些增加的资产甚至可以是一些与现有投资组合中的资产相关性较低的高风险资产。分散化意味着投资者可以放心地持有大量股票，即使他们对这些股票没有掌握任何特别的信息。

基于马科维茨的理论，默顿·米勒（Merton Miller）和弗兰科·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）进一步论证了在他们所构建的均衡世界，资本结构（例如分红政策和负债比例）并不重要。紧接着，在1962~1966年，比尔·夏普、简·莫辛、约翰·林特勒和杰克·特雷诺以马科维茨的投资组合理念为基础独立提出了资本资产定价模型这一均衡模型。资本资产定价模型的一个预测就是市场范围内的市值加权投资组合将会具有最优的均值—方差：如果你不承担更大的风险就不能取得比市场更优的绩效。夏普、马科维茨和米勒的这一系列观点以及因此大量产生的数学分析工具为他们赢得了诺贝尔经济学奖（这是诺贝尔经济学奖首次授予金融学教授）。从某种意义上来说，资本资产定价模型向投资管理界传达了这样一个信息：采用市值加权法来编制总体的市场指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数已经成为毋庸置疑的方法，于是我们就不再需要继续探索任何其他指数构建的方法了。此外，鉴于资本资产定价模型证明了市值加权市场投资组合对风险分散实现了最优化，一个满足估值过低股票的投资组合（即使我们可以预先准确地识别是否为估值过低股票）的表现将会因为缺乏风险分散化而劣于标准普尔 500 指数。

了解了上述观点后，即便不是有效市场忠实信徒的投资者也会相信标准普尔 500 指数或者罗素 1000 指数可能是证券市场中最简单、最好的投资选择了。当透彻理解资本资产定价模型中所蕴含的数学原理后，管理者与投资者们很快便意识到要想实现高于标准普尔 500 指数的绩效比预想的困难得多。也正是这一观点引发了指数化的革命。

市场效率：两种解释



图 5－1 “我的妻子和岳母”

有效市场是诸多现代金融学理论的核心内容。如同木匠不能没有铁锤一般，有效市场就是现在金融学术界不可或缺的工具。但是有效市场的概念并不是每个人都能接受。

如图 5－1 “我的妻子和岳母” 所示，从不同的角度来看，它有可能是一个质朴的年轻女性的肖像，也有可能是一个板着脸的老年妇女的肖像。[①] 同样地，市场效率也可以从两种不同的角度来看，这取决于所采用的参照标准。一部分投资者认为

① 多年来，大家都以为英国漫画家希尔（W. E. Hill）是这幅著名肖像的创作者。然而据专家介绍，几乎可以肯定这幅画是希尔从 19 世纪晚期的原始概念改编而来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场不是有效的，而价格与公平价值是相偏离的，因此他们可以通过选择股票来战胜大盘。这些投资者通过主动管理他们的投资组合而努力增加财富。

另一部分投资者相信有效市场的存在，股票价格准确地反映了其内在价值，并且不可能通过选择股票来战胜大盘。因此，他们更趋向于选择持有大盘。这些投资者通过买入并持有一个反映整个市场的分散化的投资组合（通常是指数基金）以实现对他们投资组合的被动管理。表 5－1 对这些观点作了概述。

表 5－1　主动型管理者与被动型指数投资者的核心信念

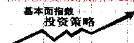
主动型管理者	指数投资者
价格偏离内在价值	价格准确反映内在价值
主动型管理者可以战胜大盘	主动型管理者不可能战胜大盘

资料来源：锐联资产管理公司。

乍一看，绝大多数数据支持指数投资者的观点。绩效衡量和共同基金绩效跟踪的数据都没有为主动型投资描绘出任何乐观图景。从平均水平来看，主动型管理者和扣除管理费后的年度绩效都落后标准普尔 500 指数 50～200 个基点（或者更多!）。这能够证明市场是有效的吗？答案是否定的。如果市场与指数皆为市值加权的，那么剩下的也将是大致相同的投资组合。因此再重复一遍，主动型管理者扣除成本前的年度绩效必定和市场与指数差不多。这意味着，他们在扣除管理费后，表现均劣于大盘。主动型管理者的平均绩效不可能战胜大盘这一事实既不证明也不否认训练有素的主动型管理者就能战胜大盘。这样的资料仅仅表明，如果我们无法挑选到优秀的主动型管理者的话，指数投资就相对变得有意义了。

但是，主动型和被动型投资者首要的核心原则“定价误差存在与否”怎么样？到目前为止，我们已列举了一些有趣的单个证券价格被高估的例子，如思科系统、北电网络、KK 美国甜甜圈、安进、Palm 等。它们都因存在明显的定价误差而在后期遭受严重损失（尽管某些定价误差在当时就已经很明显）。当然，错误定价也可能以相反的形式出现：一个前景尚且乐观而眼下业绩不景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



气的公司的股价可能会被过分地低估。市场很明显地总是对不论负面或正面的新闻或事件产生过度的反应，头脑发热的投资者们对思科系统和 KK 美国甜甜圈的追捧一度造就了其股价神话，同样的市场心理也会令不被看好的公司的股价坠入十八层地狱。

学术研究依据可靠有力的数据已经表明了市场的错误定价是由各种“异常现象”引起的，行为偏见便是可能导致错误定价的原因之一。例如，投资者可能对于信息缺乏应有的敏感度，也可能因过于敏感而反应过度。从众心理也可能导致资产价格偏离它的合理价值。正如已经被业界和学术界所注意到的那样，那些缺乏信息的投资者（噪音交易者）也会使股票价格偏离其合理价值。因为投资者缺乏信息，价格可能和合理价值不同。另外，急于兑现的出售行为以及证券市场股价的均值回归现象（也被金融计量学家所证明）也可能导致暂时的错误定价。

凯恩斯指出，证券价格通常是被市场人气所影响，而与相应的经济活动并无太大的关联。说到底，凯恩斯早就知道无法从“有效市场”这高深智慧中获利。如表 5 – 1 所示，通过比较主动型与被动型管理的核心原则，我们可得到表 5 – 2 中所列的矛盾之处：**我们同时认同指数投资者和主动型管理者**。我们相信错误定价的存在，但同时也认为并不是所有的主动型管理者都能依靠寻找定价误差的机会而获得超额收益。

表 5 – 2　基本面指数投资者的核心信念

主动型管理者	指数投资者
价格偏离内在价值	~~价格准确反映内在价值~~
~~主动型管理者可以战胜大盘~~	主动型管理者不可能战胜大盘

资料来源：锐联资产管理公司。

夹在“主动型和被动型管理之争”中间的投资者都会被这样一个矛盾的结论所困扰。一些笃信股票错误定价存在的投资者希望通过找到好的共同基金去发现这些价格被低估的股票，然而他们的希望在基金不能满足他们的预期时就宣告破灭了。目睹了这些失败的例子的指数投资者于是决定回避绩效博弈转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而投资市值加权指数基金。然而，一段时间后，当指数投资者意识到他们所信赖的指数其实充斥着那些价格被高估甚至存在泡沫的股票时，他们的信心也动摇了。到目前为止，还没有一个令人满意的高明办法可以商业化地解决这个难题。

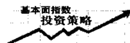
构建一个功能良好的指数

主动型管理者为投资者描绘了成功的图景。不过，除非所有管理者（及其经纪人）全体都说服自己可以不取分文而工作，否则，成功的图景是难以变成现实的。即便如此，最多也只能将负的预期超额收益变成零预期超额收益。另一个选择便是改善指数本身。为了变得更好，我们需要严格地检测现有指数的构造并从中发现它的缺点。

我们采取一种务实的方法，从找出合适的指数或被动型投资组合成分开始。我们相信指数应该有四个重要特性：

- 指数应该能够代表我们的投资机会组合。显然，一个只包含 20 只股票的指数并不能真正算是市场指数：这样的指数没有做到分散化，也不能真正反映指数试图衡量的市场总体绩效。在 19 世纪末期，道琼斯工业平均指数只包含 12 只股票，只要将其所有的股票价格求和再除以 12 就能得出反映美国当时的所谓总体股票市场的指数！
- 指数应能被复制，因为投资组合经理必须能够按规定的权重购买股票。如果指数中含有市场流通性弱的或不对外发行的股票，要实施日常管理是很困难的。
- 指数应该具有透明性并且有规律可循，这样从历史角度来讲它才是可以被复制的。一个受主观意识强烈影响的或是不对外公开的构建指数的方法可能会在加入或是在移除其成分股的过程中产生不一致性，从而给历史性分析比较造成困难。单靠规则就能决定指数包含哪些公司以及投资组合的权重。另外，一个透明的指数选择过程也可以使投资组合经理预知指数的变动，从而以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



符合成本效益的方式调整权重配置。

- 最后一点就是被动型投资的指数设计应该具有较低的换手率。如果大部分成本优势会被交易成本所吞噬的话，那么指数设计的意义就不复存在了。

值得指出的是，市值加权法不符合这些"理想"特性中的任何一项，而这些特性在原始的有效市场中是非常重要的。

违反这些"理想"特性将导致指数出现缺点。即便如此，大多数指数都会违反我们上述指数应具备的务实特性。罗素指数已算是非常公式化了，但他们仍对其"可交易流通市值"的定义有所保留，于是其指数重构时，不能算是完全的透明化。摩根斯坦利资本国际指数（MSCI）存在主观成分，也有其独家秘方。再来谈谈道琼斯工业平均指数（DJIA），甚至连其发布单位都坦然承认它有点落伍了，所以在这些测验中也大多不及格。

下面让我们来考察标准普尔 500 指数的构建方法。标准普尔 500 指数有一个既定的目标："通过将领先行业中的龙头企业纳入组合从而精确地反映美国证券市场。"进入标准普尔 500 指数名单的企业必须满足一定的条件，比如财务能力、最小资本规模、流动性和行业代表性（Standard & Poor's，2007）。这样一个没有完整规则可以遵照且非公式化的筛选过程往往难免偏于主观。许多人甚至质疑标准普尔 500 其实根本就不是指数，而是一个被一群会员资格严格保密的委员会所选出的主动管理型投资组合；同时，该指数近期的投资组合筛选记录也足以显示其强烈的成长型股票偏好。

我们可以从这些分类标准中看出：被新选入组合中的资产一定是那些近期的营业绩效与股市绩效都表现卓越的股票，而这些股票并不见得将来也会有同样好的表现。如此筛选标准的结果便是：标准普尔 500 指数倾向于添加那些近期绩效优秀的"热门股"而忽略那些眼下不具备好绩效却有良好潜力的股票。

1990 年代末期有一个很好的例子证明了这种方法的潜在危险。1995 ~ 2000 年，标准普尔 500 指数曾经有 235 次变动，其中每一次都包含新增加的股票和剔除的股票（见 Blume and Edelen，2003），标准普尔 500 指数的一个规则是：如果该指数中的两个成员合并，那么合并后的公司将被纳入组合中并仅占一个位置，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时再增加一个新成员。因此，指数中的新增股票数目在并购活动高频期快速上升。1995～2000 年这段时间里，“新经济”公司也被列入标准普尔 500 指数。

1995 年新纳入标准普尔 500 指数中的 33 家公司中，仅有 4 家来自充满了科技公司和新兴成长型公司的纳斯达克指数。在科技泡沫达到顶峰的 2000 年，标准普尔 500 指数中新增加的 58 家公司中有 24 家来自纳斯达克指数。此外，为了适应当时经济形势的发展，指数编制委员会甚至违反了他们自己制定的规则而将当时存在负收益并且预期营利为亏损的美国在线纳入投资组合中（Keane，2003）。表 5－3 列出了标准普尔 500 指数于 1995 年与 2000 年新增成分股中来自纳斯达克指数的比例以及这些股票在之后五年的收益率。标准普尔指数编制委员会的选择显然是乏善可陈的。

表 5－3　标准普尔 500 指数新增成分股（1995～2000）

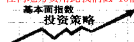
年份	来自纳斯达克指数的新增成分股	新增成分股总　数	来自纳斯达克指数的新增成分股比例（%）	纳斯达克指数五年期绩效（%）
1995	4	33	12	436
2000	24	58	41	－45

资料来源：锐联资产管理公司。

一个带有主观色彩的股票筛选过程也将会导致指数的“风格偏差”。例如，由于成长型企业的经营绩效与高市盈率通常使其成为标准普尔 500 指数定义下的“领先企业”，从而导致该指数具有较高的成长型股票涵盖率。不被看好而致价格低迷的股票是没有希望入围标准普尔 500 指数的。与此同时，传统的价值型股票通常因为暂时的营销亏损、报表修改、管理丑闻以及其他诸多伴随着缓慢成长产业的种种问题而首先被剔除出组合。然而，**那些被新纳入的成长型股票却未必不会在今后发生同样问题**。

我们可以更进一步发现这种趋势也存在于有据可循的市值加权投资组合建构的过程中。假设较好的经营绩效和高成长率能产生令人振奋的市盈率，那么许多小公司将因此跻身大市值指数。与此同时，那些处于低迷期的股票会因为其较低的销售额或利润被指数编制委员会在以市值型权重为基准的投资组合重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



建时剔除出指数。

市值加权的致命弱点

将过去的赢家股票选入组合是指数的一大重要构建弱点。但市值加权指数的致命弱点则在于投资组合权重和价格之间的相关性所带来的绩效拖累，这一缺点在交易价格远离其公平价值的股票上表现得尤其严重。投资者于科技泡沫破灭之后总会好奇为什么会有人选择在科技泡沫的至高点将大笔资金投入像Pets. com这样的公司：在它的企划书内没有任何创造利润的计划，其最终价值的实现方式是靠预期的商业销售。然而，我们不禁要问：能卖给谁呢？鉴于这样一个公司的真实价值为零，任何要价都会被认为是过高的。尽管如此，Pets. com仍然存在于大市指数中。**所有诸如此类的"事后才知道"估值过高的公司股票都在市值加权指数中占有过高的比重。**

相反，当我们看到现在的微软股票交易价，我们就知道这只股票在20年前交易价是大大低于其内在价值的。换言之，或许投资者不能预见微软在1990年代的巨大成功，但是他们现在能看到它远比当年的交易价要更有价值。**所有类似的被低价交易的股票都在市值加权指数中占有过低的比重。**[①]

由于我们无从得知一只股票的价值是被高估还是被低估，试图去修正错误定价这一举动乍看之下似乎显得毫无意义。微软的市盈率在20年前曾经非常高，但极少有价值投资者在当时能慧眼识珠。基本面指数的提倡者不见得就比任何一个投资经理或分析员更聪明、更具有远见，从而发现如此具有丰厚利润的投资契机。实际上，我们并不需要如此的神机妙算。定价错误的存在可以相对简单地通过其他**非价格的方式**赋予投资组合权重来解决，即通过切断投资组

① 在这里，我们所说的公司被低估是在未知的或不可知的将来，其最终的内在价值。这个定义不同于金融理论里的"公平价值"。"公平价值"的定义是：建立在目前有关公司所有的信息基础之上公司的价值。然而，即使根据这种所谓公平价值的严格定义，我们仍然对思科和Pets. com在泡沫高峰期的定价表示怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合权重与定价误差之间的联系来实现。

随机选股或许是切断投资组合权重和股票价格之间联系的最简单的方法。只要在《华尔街日报》上随意选择一定数量的股票，我们就能够轻易建立一个等权重的投资组合。20 世纪六七十年代的许多学术论文对随机投资组合或者等权重投资组合超过市场指数绩效的趋势进行研究。标准普尔 500 指数在 1989 年底发行了标准普尔 500 等权重指数。在这一指数中，每一只股票不论其市值是多少都被赋予相等的 0.2% 的权重，并且这一投资组合每季度都会进行一次权重调整。如此一来，股票的价格就不再影响企业在指数中的比重，从而导致投资组合包含一半的价格被高估的股票以及一半的价格被低估的股票。由于不再需要进行投资组合中股票的筛选，以相等权重建立的指数就避免了由定价误差所导致的权重误差的问题。

消除这个负担是大有裨益的。正如表 5-4 所示，在不计交易成本及费用的前提下，标准普尔 500 等权重指数在 1990～2007 年间平均每年比标准普尔 500 指数多 1.5 个百分点的年化收益。这一差异在进行复利计算的基础上会变得十分可观。如果一个投资者在 1990 年初投资 1 万美元跟踪标准普尔 500 等权重指数的基金，那么截止到 2007 年 12 月底，这个投资者的等权重指数投资组合将会增值至 76900 美元；与之相比，同等的投资金额在标准普尔 500 指数中则只会增值至 60328 美元，两只指数最终的价值差距为 16500 美元。[①] 而如此可观的溢价仅仅需要通过简单的权重平分来重新调整投资组合权重便可兑现。

表 5-4 标准普尔 500 指数与标准普尔 500 等权重指数的收益率及标准差（1990 年～2007 年 12 月）

单位：%

	收益率	标准差
标准普尔 500 指数	10.5	13.7
标准普尔 500 等权重指数	12.0	14.8

资料来源：eVestment Alliance。

① 在这个例子里，我们没有包括管理费、经纪交易费、税收和其他费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，我们经过更深入的绩效检验发现：等权重投资组合更优的回报率其实是伴随着一些额外风险的。标准普尔500指数年收益的标准差为13.7%，而标准普尔500等权重指数年收益的标准差则为14.8%。尽管如此，这个额外的股价波动风险主要来自股价上扬，这未必是件坏事。因此，简单比较这些风险数据是具有误导性的。如果将上扬股市与下跌股市中的绩效分开考察，我们可以发现标准普尔500等权重指数投资组合在上扬股市中的每月“upside capture”为104%，而在下跌股市中的每月“downside capture”则为91%。换言之，等权重投资组合在市场景气的时候可以获得更大的利润，并且在市场不景气的时候也可以相对损失较少。①

等权重法存在的问题

从收益的角度来看，等权重指数策略是相当有吸引力的。然而，它并不能成为指数化投资领域的一个切实可行的方法。表面上，等权重法最明显的缺点在于投资组合的换手率。若使用等权重投资策略，价格变动需要将每一只股票定期地调回其0.2%的目标权重。与无须因为价格变动而重新调整权重的市值加权投资策略相比，标准普尔500等权重指数将会因此有着更高的换手率和更多的交易成本。如果每一季度都要重新调整权重，那么投资组合的换手率就会迅速地上升，而且还要大量交易某些低交易量、低流动性的股票。交易量的增加必定代表较高的交易成本。投资组合中最缺乏流动性的股票所需的交易成本比较高，尤其需要大量交易的时候。另外，交易量的增加常常会伴随实现资本利得的增加，因此等权重投资组合预期会产生更高额的税单。

① “上扬股市中的套息率”衡量了投资组合在市场呈现正收益时的相对绩效。也就是说，104%表明在市场上扬的时候，标准普尔500等权重指数“捕捉”到了市场所有的正收益，甚至超过市场平均收益。“下跌股市中的套息率”衡量了在市场下跌时，投资组合“捕捉到”多少负收益。基于eVestment Alliance的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等权重法另外一个严重缺点则是建构的指数并不能反映宏观市场状况。例如，等权重指数中各个行业的资本分配量完全取决于各行业中公司的数量而不是其市场经济规模。正如表 5－5 所示，在标准普尔 500 等权重指数中仅占 6.3% 比重的能源行业在标准普尔 500 指数中却占有将近 11% 的比重。能源行业通常是被少数大企业垄断，例如埃克森美孚、雪佛龙和康菲石油公司。而上述三家能源大公司在标准普尔 500 指数与标准普尔 500 等权重指数中所占比重也不同，分别为 6% 和 0.6%。类似的，那些由众多小企业组成的行业也会缺乏市场代表性。由将近 90 只股票组成的包含传媒及零售商的消费品在内的行业在标准普尔 500 等权重指数中占 18% 的比重，而在标准普尔 500 指数中仅占 10%。购物中心中不同商店的数目将矮化加油站的选择性。为了得到一个具有代表性的投资组合，投资者必须知道他们所付的辛苦钱都分别跑哪儿去了。正因为如此，等权重指数并不能恰当地反映市场经济情况。

表 5－5　行业权重对比：标准普尔 500 指数与标准普尔 500 等权重指数（2007 年 6 月）

单位：%

行　业	标准普尔 500 指数	标准普尔 500 等权重指数
可选消费	10.2	17.8
日常消费	9.3	7.9
能　源	10.8	6.3
金　融	20.6	17.7
医疗保健	11.6	10.6
工　业	11.4	10.7
信息技术	15.5	15.2
原材料	3.1	5.6
电信业务	3.8	1.8
其　他	3.8	6.3

资料来源：标准普尔。

从公司层面来看，等权重法明显切断了单个公司在整体经济中的价值与其在投资组合中比重之间的联系。例如：在标准普尔 500 等权重指数中，有着世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



界上最大销售额和利润的埃克森美孚这样的大公司与像电路城这样的小零售商分配到相同的权重，就好像它们创造了同等价值的社会经济效益。并且，排名500之后的股票不会得到任何权重分配。

等权重作为一种构建指数方法的最大问题还在于其缺乏规模性。换言之，等权重指数并不适用于大规模投资。因此，它不能成为大型机构投资者的投资选择。一般来说，小型企业股票是不能为大宗交易提供足够容量的。据粗略估计，合约1.3万亿美元投资于追踪标准普尔的市值加权指数基金。假设其中有20%的投资者在下一个交易日认为市值加权指数是无效率的并且将其中共计2600亿美元转而投资于标准普尔500等权重指数，那么标准普尔500等权重指数中的每只企业股票不论其规模大小都将获得5亿多美元的资金。这笔巨额资金的突然注入将会对标准普尔中的任何一个小型企业产生戏剧性的影响。试想在2007年9月市值为15亿美元且在标准普尔中列第500名的电路城突然收到5亿美元的股票买单。显然，从流动性的角度来看，一个像电路城这样的小企业是无法迅速吸收如此巨大的流动资金的，更无须提及其他新增投资和季度重新调整权重所带来的影响了。

最后，我们必须要认识到，我们不是根据随机的公司名单进行等权重分配。这是由标准普尔委员会所选择的名单，而这份名单在以往显示出相当强烈的成长型偏好：总是增加热门公司股票而剔除冷门股票。这意味着我们仍然需要面临选择性偏差所产生的问题。如果这个包含500只股票的指数纳入100只时下的热门股票并剔除出100只冷门的大公司股票，这样的举动将会直接给标准普尔500指数及标准普尔500等权重指数带来绩效拖累。

简而言之，等权重策略在修正市值加权指数所造成的主要收益拖累的同时却引入了其他一系列问题。尽管等权重策略能够弥补传统的市值加权策略的主要漏洞，这种指数构建方法却会带来更多新的漏洞。以等权重策略取代传统市值加权策略将会因为由高换手率引发的高交易成本及更高的风险而失去指数构建理念本应带来的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

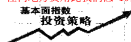
关于市场是否有效的争论已经进行很多年了，直至今日我们仍然没有得到一个清晰的结论。尽管自主选择股票的投资者、主动型管理者和价值6.5万亿美元股票型共同基金行业都认为市场是无效的；大多数指数投资者、学者以及投资顾问则认为市场在很大程度上是有效的，因此不太可能通过投资技巧或是不同于市场共识的理念来实现资产增值。

就我们的目的而言，最重要的议题在于**问题要如何设定**。共同基金和机构投资经理的整体绩效落后于市场平均值，这一现象是否证明了市场是有效的呢？我们已经说了前者不能证明后者。如果市场是市值加权的，我们所投资的指数也是市值加权的，那么把指数从市场中撤走剩下的会是什么呢？是一样的指数，最多只存在一些无足轻重的细微差别。这就是主动型管理者与个人投资者都会持有的指数。因为主动型管理者的成本更高，他们只能提供大盘的回报率，最多也只差一点点，此外还要扣除增额的成本。只能说真理愈辩愈明。

市场每天可以精确地给数千只股票定价吗？我们不这么认为。就连有效市场学说的忠实拥护者伯顿·马尔基尔也在他的不朽之作《漫步华尔街》（2007）中写道：

> 我已经强调过市场估值是建立在逻辑和心理双重要素之上的。估值理论依赖于长期源源不断的股利之预测，然而股利的增长又是非常难以估计的。因此，基本面的价值并不会是一个明确的数字，而会是一个模糊值域中的任意数值。与此同时，股票价格也会因不确定性因素的出现而在这个模糊值域内骤变。另外，风险溢价具有多变性，让投资者或金融学家难以捉摸。因此，股票市场投资参与者的希望、恐惧等各种情绪也在价值评估中发挥作用。事实上，我已经在前面的章节中强调并列举了多个历史事例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说明心理因素其实是定价过程中的主要因素：比如17世纪荷兰的郁金香热及21世纪的科技泡沫。因此，我依旧怀疑当前市场价格是否能够成为股票折现价值的最好估计。（摘自第271～272页）

如果连有效市场学说的"圣经"《漫步华尔街》都公开宣布显著定价错误的存在，那么我们是否也能够肯定它的存在呢？我们早已断定主动型管理者的平均绩效水平是平庸的。因此，他们不能通过发掘定价误差以获得超过市场基准回报的这一现象并不能说明这些定价误差是微小的。事实上，相较于前述"千里眼价值"，定价误差是反复出现且数值较大的。这一浅显的道理已经被大大小小的市场泡沫所证明。总而言之，我们不应该仅仅因为主动型管理者这一团体发掘定价误差的不成功而无视定价误差的存在。

如果价格是无效的，那么传统的市值加权指数注定不能成为理想的投资选择。更有效的指数建构需要运用**与市价无关的**衡量指标来设置一个容纳大量企业的股票投资组合。这一章显示了等权重指数相较于市值加权指数的显著优势。这些证据支持了价格无效的假设，并且表明市值加权是不令人满意的选择。等权重指数有力地证明了市值加权指数所造成的回报拖累。从一些重要的评判标准来看，尽管等权重无法成为令人信服的指数构建方法，但是它还是暗示了一种在缺乏效率的市场中构建有效指数的令人惊喜而简洁的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

基本(面)上更好的指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到20世纪末，即使是漫不经心的投资者都能欣然接受指数基金的理念。不过，更好指数基金的理念仍会令人心里直犯嘀咕。

——杰克·特雷诺（Jack Treynor）[1]

---

① 参见特雷诺（2005）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

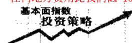
亚里士多德和托勒密认为地球是宇宙的中心，并且太阳、月亮、行星与恒星都围绕着它旋转。为了使该系统与对太阳、月亮和行星运转的观察相一致，我们必须要用一圈环绕一圈的复杂运转才能解释得通。哥白尼则认为太阳才是宇宙的中心，加上后来牛顿万有引力定律的有力支持，就用不着以复杂的运转来解释了。这样，宇宙结构的复杂构架也变得格外简单了。

杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）于2006年在《华尔街日报》发表的一篇评论中把基本面指数的构想比作一场哥白尼式的革命。他指出，现代金融学把市场价格——永远等于公平价值——当作“金融宇宙”的中心，因此，一家公司最终实现的价值将在公平价值附近呈随机分布。我们完全没有必要通过检验公司的基本面参数及总体经济状况来考究其公平价值。市场价格即可反映公平价值。

大多数现代金融学说都以这一简单化的假设为其核心理论。然而这一假设却不能够解释随机的股票价格。西格尔指出，基本面指数这一理念将基本面参数置于“金融宇宙”的中心，并重新强调了公司规模和成功的基本公认指标的重要性。同时，市场中对公司内在价值追逐的投资行为也会导致价格趋于其公平价值。总而言之，基本面指数的理念使得我们可以从更多角度来考察并理解资产的定价及股票的风险溢价。

西格尔的哥白尼式的类比也许有一点夸张。哥白尼冒着被焚烧至死的危险颠覆了盛行了1500年之久的“科学”正统观念，然而他的天体学说却被罗马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天主教会判定为异端邪说长达 300 年之久。相反，基本面指数的理念指出那些困扰金融理论长达 50 年之久的问题并暗示可行的研究方向。然而，我们并不会因为建立基本面指数这一理念而像哥白尼一样遭受灭顶之灾。因此，尽管不愿用哥白尼的披肩来包装、抬高自己，但我们仍相信这些理念是非常重要的。

由于公司的基本面参数（而非价格）位于估值宇宙的中心并且市场价格不能反映股票的公平价值，若是使用股票的市价作为指数投资组合权重的依据则会导致次优的投资组合。在本章，我们将阐述使用随机挑选法、等权重法或是公司基本面权重法所建立的不基于价格的投资组合将会比传统的市值加权指数基金取得更好的绩效。

尽管一个不基于价格的指数建构方法能够避免由市值加权法所带来的绩效拖累，这种指数构造所存在的缺陷还是不可避免地引发了一些新的问题。例如，等权重法只是笼统地模拟市场或是整体经济；以这种方法构建的指数会因为包含大量小型公司而导致其容量有限，并且导致指数中那些相对流动性较差的股票产生较高的换手率。这明显不是一个行之有效的解决方法。

构建基本面指数

在了解市值加权法和等权重法的缺陷后，我们的工作重心从 2002 年起转向对其他衡量方法的探索。我们发现：基于非市值型的公司规模衡量方法能够构造一个稳定的且完全中立的指数。这样的指数不仅容量大、换手率低，而且包含大型的且流动性好的股票。尽管这些不基于价格的衡量方式并不能帮助我们预知**任何**股票的内部信息，然而它的确在很大程度上消除了市值加权法所存在的定价错误与投资组合权重配置之间的联系。因此，与传统型指数相比，基本面指数在构建方式上占有绝对的优势。

正如我们在第五章所提及的，建构基本面指数投资组合的第一步是选择一个简单且不基于价格的衡量公司规模的指标集合，从而创建一个高流动性、高市场容量、低换手率且极具市场代表性的投资组合。事实上，任何一种相对容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易获取可靠数据的指标都是可行的。[①] 公司的办公面积和非行政人员数量可能会是衡量公司经济规模的一些有趣的指标。但是如果我们不能轻而易举地找到相关数据，那么这些指标将会一文不值。

许多令人信服的公司规模衡量指标是容易得到的。基于财务参数的规模衡量指标可以分为以下四大类：营业收入、现金流、净资产和分红。[②] 另外，我们也可以选择其他财务指标（例如累计负债），但是这类指标通常不被用来衡量公司的经济轨迹。

对于锐联基本面指数的构建，我们最后决定选用一种复合式方法，对四大财务规模指标，即营业收入、现金流、净资产和分红，进行平均加权计算。换言之，一个公司在指数中的权重赋予将由上述四项指标的平均值来决定。这种组合构建方法能够创造一个比任何基于单个参数指标的组合都要优越的投资组合。表 6－1 列出了使用这种方法对美国最大的五家公司的财务指标进行的排名情况。

例如，埃克森美孚目前经济轨迹的复合权重为 3.45% ［算法如下：(3.79% +4.29% +3.26% +2.46%) /4 =3.45%］。在这样计算的基础上，我们采用了五年平均值数据进行指数的构建以消除企业绩效周期性可能导致的偏差。对于埃克森美孚而言，使用其五年平均值数据可以让我们避免缘于最近石油价格疯涨所带来的风险。而使用这种方法计算出来的埃克森美孚权重为 2.8%。

我们采用同样的方法对所有上市公司的权重进行计算。事实上，基本面指数方法可以将范围缩小至市场的任一子集合，也可以扩充到国内、国外市场。在美国，锐联基本面美国大盘指数是在依据四个指标进行相关计算得出权重排名的基础上，挑选出排名前 1000 家上市公司来完成其构建的。如法炮制，锐联基本面美国小盘指数则是选择了排名第 1001 ~3000 的公司。

---

① 特雷诺于 2005 年曾经建议，基本面指数可以根据“公司拥有的喷气式飞机或豪华轿车数量”来构建。然而，考虑到 2000 ~2002 年诸如安然公司、Adelphia 通讯公司以及 Tyco 公司等在管理上的松懈，如果我们将权重和公司的过度消费直接挂钩，而不顾股东利益，得出的所谓“和估值无关”的指数反而不如市值加权指数！

② 第五个衡量公司规模的指标是雇员人数，我们经考虑后决定排除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6－1　以基本面为标准的前五大公司（2007 年 6 月 30 日）

公司名称	营业收入			现金流		
	金额（10 亿美元）	权重（%）	排名	金额（10 亿美元）	权重（%）	排名
埃克森美孚	335	3.79	2	68	4.29	1
通用电气	161	1.82	6	33	2.09	6
花旗集团	147	1.66	8	39	2.45	4
美国银行	116	1.32	9	41	2.55	3
沃尔玛	349	3.95	1	26	1.63	10
前 1000 大总计	8831			1595		
公司名称	分　红			净资产		
	金额（10 亿美元）	权重（%）	排名	金额（10 亿美元）	权重（%）	排名
埃克森美孚	8	3.26	4	114	2.46	5
通用电气	11	4.60	1	112	2.43	6
花旗集团	10	4.21	2	119	2.57	2
美国银行	10	4.16	3	132	2.86	1
沃尔玛	3	1.21	18	62	1.33	13
前 1000 大总计	232			4626		

注：所列数据为近一年的财务数据。
资料来源：锐联资产管理公司。

锐联基本面指数方法不仅直观透明，而且是有据可循的。如此直接客观的指数构建方法使我们与客户及投资委员会的沟通更加容易。它的理念对于投资新手而言也是简单易懂的。

对于不分红公司的调整

分红是对于那些为公司提供资本的股东进行回报的一个基本方式。然而，并不是所有的公司都会分红。在过去的 20 年间，公司选择以分红方式返还资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的程度高低也一直变动。如图 6－1 所示，1960～1998 年标准普尔 500 指数的平均分红率为 50%（Bernstein，2005b），并且这一数值从未低于 39%。换言之，美国上市公司利润的 50% 都用于分红。



图 6－1　标准普尔 500 指数分红率（1960～2006）

资料来源：锐联资产管理公司，且依据学者戴莫达兰（Aswath Damodaran）的资料（http：//pages. stern. nyu. edu/～adamodar/）。

标准普尔 500 指数的成分股公司的分红率在整个 1990 年代不停地变化，该数值最终在科技泡沫顶端的时候降至 30% 并保持至今。自从美国国会于 1990 年代初期将企业管理层的工资抵税上限设定为 100 万美元①之后，股票期权在管理层人员的报酬选择方式中的重要性与日俱增。与此同时，股票回购现象也变得比分红更加普遍。股票回购可以帮助维持股票单价，从而提高管理者股票期权的价值；而分红则会导致股价的下降，使管理者的股票期权贬值。

分红率在 2000 年科技泡沫顶端时为 30%。该数值在随后几年有相应的变化，但在 2006 年末再次回到 30%。在 2000 年与 2006 年这两年的牛市中，股票的收益率均高达两位数。在这样的情况下，分红不免失去了它本应有的魅力：企业投资者不如以往那样青睐于每个季度的分红，而企业也相应的更普遍地保留收益或购回股票以获取更高的利润。

① 这真是“意外后果法则”的典型事例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于2003年发布的《工作和成长法案》（*The Job and Growth Act*）将工资中分红的所得税率由1990年代的最高值38.6%下调至15%。然而，该所得税率的调整在很大程度上并没有阻止分红率的下降趋势。自2003年之后，公司分红率急剧上升，与此同时，公司所公布的利润额呈现出更大幅度的上涨。事实上，高额的利润或许缘于激进的公司会计政策，而较低的分红率从一定程度上也可以反映公司管理层谨慎的经营方式。至2006年末，标准普尔500指数的平均分红率再创历史新低（28%）；与此同时，只有电信业务、日常消费、公用事业这三个行业的分红率在50%以上（Bary，2006）。

股票回购的兴起是值得我们深入探讨的。作为股东回报的一种形式，股票回购不仅增加了企业的经营灵活性，还可能为投资者提供纳税优势。摩根斯坦利的研究表明，标准普尔500指数中的公司2006年股票的净赎回（股票回购减去新股票发行额）与分红分别为3710亿美元和2330亿美元（McVey，McNellis and Lim，2007）。这些数据清晰地表明：除了分红以外，还有其他参数（如股票回购额）可以作为衡量股东报酬的指标。

那些正在迅速扩张的企业倾向于将利润重新投资于企业，因而通常不进行分红。时至今日，快速成长的公司的确被预期不会进行分红；分红可能被视作企业内部发展缓慢的征兆。不过这与历史事实不相吻合：1950年代的快速成长型企业明星IBM在拥有超过20%年增长率的同时仍然保持着每年20%左右的分红率（Bernstein，2005b）。

不分红的公司通常集中于一些特定的行业或是某段特定的增长时期。同时，这类公司又是整体经济产业体系中的重要组成部分。如果把这类公司从指数中剔除，我们将会剔除几乎所有即将转型为成长型企业的公司。如此一来，指数的特性将会发生很大的变化：组合中最终所剩余的企业将会集中于经济体系中最为成熟的行业，例如金融服务业、公用事业以及消费品行业等。

为了避免上述问题，我们可以对不分红的公司的权重配置采取特殊的处理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式：使用其他三个指标（营业收入、现金流以及净资产）进行等权重分配。[①]

为什么要使用多指标来衡量公司规模

虽然采用单个衡量指标来构建基本面指数投资组合最直接的优点就是具有简单性，但每一个衡量指标都有其缺点，无法适当地确定一家公司的经济轨迹。为理解这一点，想想你上一次去海滩的情况。你可以用各种方法衡量沙滩上的脚印——长度、宽度以及深度等。单个衡量指标只能告诉我们片面的规模，我们需要结合多个衡量指标才能作出更为完整的说明。同理，太过依赖单个的规模衡量指标会让指数易受投资比例不恰当之累，也就是容易将过多或过少的比例投资在总体经济中的某些产业。要投资多少才算适当是一个耐人寻味的问题。

分　红

一个仅基于分红指标的指数将会过度将权重配置于那些大量分红的企业（例如那些公用事业公司及金融服务业），并且将会排除那些不分红的企业（例如科技企业或者是快速成长型企业）。如表 6－1 所示，通用电气在美国企业中是分红最多的公司。但是其营业收入、现金流和净资产的排名仅列第六。图 6－2 罗列了不分红的企业在各类指数中所占的比例。由此可见，这类企业在各个市场板块中都占有相当可观的分量。

① 有意思的是，当成长型公司从低分红率过渡为零分红率时，这种方法降低了公司在投资组合中的权重。长期历史回报数据表明这种权重的降低并非坏事：零分红公司的绩效通常优于低分红公司。微软公司选择了一种有趣的方式实现这种过渡：它将公司雄厚的现金储备一次性分发给股东，然后开始逐年分红。由于我们采用五年平均值的计算方法，微软公司的这种情况几乎不会对其在锐联基本面指数中的权重产生影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

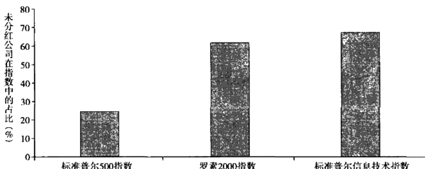


图 6－2　未分红公司占比极高

资料来源：锐联资产管理公司且依据基茨莱（Kittsley，2006）的资料。

不分红企业在标准普尔 500 指数中所占的比例在 2006 年及 1980 年分别为 24% 和 6%。虽然这些不分红的股票的市值总和在整体市场中所占的比例要远小于 24%，但它们所代表的行业绝对不是在市场中随机选择而组成的。低分红率这一问题在成长型行业中则愈发明显：标准普尔信息技术指数中有 67% 的公司不分红。另外，我们还发现在罗素 2000 指数中有超过 60% 的公司是不分红的。①

我们从行业构成来看道琼斯分红指数这一只依照标准普尔 900 指数重新确定权重的交易型开放式指数基金。② 这只基金中金融企业及公用事业所占比例高达 60%，而相形之下，这类企业在标准普尔 500 指数中所占比例仅为 25%。

简而言之，分红加权指数的长期收益率要远高于市值加权指数。由于单纯的分红加权会将投资集中于成熟的、具有深度价值的公司，这一策略将在熊市具有很好的抗跌性而在大多数牛市则表现欠佳。

① 这些数据是指零分红的公司数量。如果从市值来看，零分红所占的比重会稍低，但还是不少：标准普尔 500 指数的 12% 以及罗素 2000 指数的 53% 都不分红。

② 这种开放式指数基金是首个以分红作为权重的基金，而且也是采用目前为止世界上规模最大的以基本面加权的策略。标准普尔 900 指数于 2003 年推出，它结合了标准普尔 500 指数和标准普尔 400 指数，从而代表了美国大型市值和中型市值的股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业收入

一个基于营业收入配置权重的指数会过度将权重配置于那些高营业收入、低利润的公司，如贸易公司、一些盈利状况每况愈下的公司或者那些秉承“薄利多销”的经营理念的公司（例如沃尔玛，如表 6－1 所示，其营业收入是美国公司中最高的，但它的其他指标最好排名也仅为第十名）。又如航空和汽车制造业这些近期拥有巨额的市场销售量却仍然遭受亏损的行业，它们在营业收入加权指数中所占的比例将会远高于其他指标型指数。

相较于基于分红的指数，基于营业收入的指数会更加集中于利润较低、波动较大的公司。因此，该方法往往在熊市时表现差劲，而在牛市时表现得比其他基本面指数策略更好。同时，该方法在所有的基本面指数中，将会产生最高的风险。

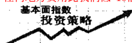
净利润（现金流）

公司的盈利情况通常会受到总体经济环境的影响。因此，以净利润作为权重指标往往会不可避免地导致赋权误差：眼下不景气的企业不论其未来发展趋势如何都只会得到极小部分的比重。①

采用现金流作为权重指标也会产生类似的权重误差：进入缓慢发展阶段并拥有大量现金流的老企业会被赋予过高的权重，而那些刚起步的迅速成长型企业则会被赋予过低的权重。如表 6－1 所示：埃克森美孚在现金流指标排名中位于第一名从而拥有最高的比重。大多数公司的利润均会出现一定程度的均值回归现象，所以单用此衡量指标可能会增加风险，你可能会恰好投资在这些公司的经济周期中错误的时点。

① 在利润指标中，我们主张采用现金流，因为它包含较少的累计项目，不包括商誉值，而且相较于其他利润指标包含较少的主观成分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



净资产

以净资产作为权重指标将会导致指数中过多的比重分配于那些采用“激进会计政策”的企业。另外，那些拥有巨额净资产的资本密集型公司也会比那些更依赖于人力资源以及知识产权的公司在指数中占有更多的比重。例如，银行及重工业企业在投资组合中所占比重就会比相同规模的软件公司要大得多。也正因为如此，美国银行与花旗集团在净资产权重组合中分别跻身第一和第二位。

其他衡量指标

到目前为止，我们仅考察了四个衡量公司规模的指标。事实上，这些参量是可以被其他参量所替代或者进行相应调整的。例如：我们以盈利额取代营业收入或是将营业收入根据企业的负债资产比例进行调整；除了使用现金流，我们还可以使用经营利润、息税前利润或是其他衡量企业盈利状况的指标；除了使用净资产，我们还可以使用总资产值、流动资产、营业资产或者净负债值；对于分红，我们可以用股票回购额或是分红与股票回购额的总和来取代。

除此之外，我们还可以利用公司所处的地理概况以及雇员情况等非财务指标来衡量公司的规模。尽管这些指标都存在局限性，**但我们的测试数据显示，依据这些指标建立的基本面指数的收益率在绝大多数情况下都高于市值加权指数。**

尽管非财务指标几乎与财务指标一样能够带来长期优秀收益率，但它们并不能真实反映一个企业在经济产业体系中的地位。我们的研究测试数据表明，以雇员人数作为权重配置指标的指数虽然能够产生与以财务指标作为权重配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准的指数相当的收益率，但这样的投资组合却缺乏规模性和流动性。① 不论怎样，对于投资者来说，只有公司的财务指标才是关键。

复合型衡量指标的优点

正如我们已经讨论过的，仅使用单一的衡量指标对企业配置权重会导致投资组合无法恰当地反映整体市场的经济状况。尽管我们不能完全消除权重配置过程中产生的偏差，但这些偏差所带来的负面影响还是可以通过使用复合型权重方法来削减的。如果我们分别基于不同的单项衡量指标对埃克森美孚、通用电气、美国银行或是沃尔玛这些企业进行排名，我们将会得到不同的排名结果。由于埃克森美孚的每个经济规模指标都排名前五，当我们采用复合型衡量方法进行排名时，埃克森美孚将跻身首位。然而，和依据市值加权方法来进行排名不一样的是：这里没有一个正确的答案。②

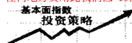
为了能够更有效地结合财务变量中合理的指标进行指数构建，我们创造了相较于单一指标衡量方法更健全的多维衡量方法。业内流行的衡量指标除了市值之外，还包括**利润、净资产、营业收入、分红和雇员人数**等。由于每个指标对公司规模都具有不同的代表性，一个融合多个指标的复合型衡量指标将会从多方面更好地反映一个公司的规模。

就锐联基本面指数而言，除去雇员人数以外，我们从各个指标分类中选出一个最客观的（如现金流）或是最被广泛认可的（如净资产）指标为代表来进行复合型衡量指标构建。与此同时，我们也要确保我们能够相对容易

① 以分红为权重的指数绩效相对较差，而用雇员人数取代分红可能导致锐联基本面美国大盘指数取得更高的收益率。但是，考虑到雇员人数这一指标在代表性和可比性方面的缺陷，我们还是剔除了该指标。如果按照雇员人数排名，Kelly Services 将跻身美国前十大公司，可是我们真的相信它是全美前十大的公司之一吗？

② 值得指出的是，公司在市值加权指数中的权重也越来越不确定，这是由于对流通股调整的日益依赖和对流通股的不同定义。这种不确定性和主观性远比我们想象的要大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地获取这些备选指标的数据。我们最终所选择的这四个指标的数据能够很容易地从全世界七万家上市公司的年报中获得。另一个选择标准是这些衡量指标能够在世界各国间进行合理的比较，使基本面指数方法更好地适用于全球市场。

近年来，一些公司管理层操纵利润，甚至存在金融舞弊的现象，这已在投资界引起关注。一些公司采用保守的会计政策而另一些则使用激进的会计政策——例如，一些公司一年两次对所谓的特殊项目进行销账。由会计政策差异引起的问题是无法通过基本面指数的构建方法来消除的。然而，如果我们利用多个指标几年的平均数据对投资组合进行复合型加权，这类问题带来的影响就会被大大地削弱。

另外，复合型加权法也可以减弱由于股票数据库中偶然存在的数据错误带来的影响。① 例如，如果营业收入数据出现小至无法被质量控制屏所识别的误差，其他三个指标可以将这个潜在错误的影响降至最小。

衡量总体经济的指数

融合这四项公司财务指标所建构的锐联基本面指数能够中立地反映经济走势。市值加权指数相对于市场是中立的，但相对于经济不是中立的，由于那些拥有预期良好发展前景的企业在市值加权指数中总是会占有过多的比重，从而导致该指数无法客观地反映总体经济市场而反映的是市场对未来经济发展的预期。相反的，基本面指数能够中立地反映总体经济。

以企业市值为权重依据的证券市场往往偏好那些拥有高于平均增长预期的公司。因此，**市场相对于总体经济而言**存在明显的成长型倾向。然而，基本面**指数相对于市场而言**则存在很明显的价值倾向。

① 公司虚报财务状况或数据提供者记录下错误数据都非罕见之事。即使雇用很多分析师对每一个数据加以审核，也很难彻底消除这种数据不实的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面指数确实有一个特别的价值倾向。这种价值倾向是动态的，它随着不断变化的市场愿意支付增长的溢价而改变。事实上，基本面指数投资组合将会对市场所做出的最极端赌注做出反向交易。

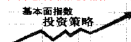
拥有总体经济和拥有市场之间的区别值得我们作更进一步的探究：市值加权是否会导致投资组合对其定义下“最好”的公司有更大程度的偏好？这些拥有较高估值倍数的成长型公司是否有可能比总体经济发展得更迅速？如果市场具备识别各种经济前景相关评论的能力，那么以上两个问题的答案都会是肯定的。市值加权指数投资组合是否将资金过多地投向那些拥有较小经济规模的公司？在市场正常运作的前提下，这个问题的答案将会是否定的。在一个正常运作的有效市场环境下，成长型公司的股价将被哄抬，而价值型公司的股票则会被廉价抛售，使其风险调整后的收益率落入相等的范围。

如果成长型股票和价值型股票的预期收入是相同的，为什么指数投资者总是将资金更多地投在成长型公司而非价值型公司中呢？足够的历史数据表明了市场对公司成长预期的过度依赖。而这种依赖所引起的偏差将导致高昂的代价。在理想的有效市场环境下，即市场能为资产提供正确的定价，基于锐联基本面指数理念构建的投资组合会因为与市值加权指数持有相同的企业而产生相同的回报。

指数的一个重要特点是它能够最大限度地反映投资者的机会集合，市值加权指数的优越性在于它涵盖了整个投资市场。但是，“市场”与总体经济有许多不同的地方。一个基本面指数投资组合能够反映整体经济体系中的投资机会集合；而一个市值加权投资组合则携带了“市场”对企业所存在的偏见与不断变化的期望，只反映了“市场”的投资机会集合。

我们可以通过对两个指数中排名前二十的股票进行对比，从而探究市场代表性与总体经济代表性的区别。表 6－2 显示了在锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数中排名前二十的股票名单。这两份名单非常相似：锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数都包含了那些广为人知的公司股票。事实上，同时存在于这两份名单中的公司数量高达 17 家，并且有 800 多家公司同时存在于这两个指数的组成中。相形之下，等权重指数或者其他单指标的基本面指数的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成将会与市值型指数大不相同。

表 6－2　前 20 大成分股列表（2007 年 6 月 30 日）

单位:%

名次	锐联基本面美国大盘指数		市值型 1000 指数	
	名　称	权重	名　称	权重
1	埃克森美孚	2.8	埃克森美孚	3.1
2	通用电气	2.7	通用电气	2.5
3	花旗集团	2.7	微软	1.8
4	微软	1.7	花旗集团	1.6
5	美国银行	1.7	美国银行	1.4
6	沃尔玛	1.6	沃尔玛	1.3
7	韦里孙通讯公司	1.5	高特利集团	1.3
8	雪佛龙公司	1.4	宝洁公司	1.2
9	奥驰亚集团	1.4	辉瑞药业	1.2
10	辉瑞药业	1.3	雪佛龙公司	1.2
11	摩根大通	1.3	美国国际集团	1.1
12	通用汽车	1.2	强生集团	1.1
13	美国电话电报公司	1.2	摩根大通	1.1
14	伯克希尔哈撒韦	1.1	思科系统	1.1
15	福特汽车	1.1	美国电话电报公司	1.0
16	美国国际集团	1.1	IBM	1.0
17	宝洁公司	1.0	英特尔	0.9
18	强生集团	0.9	康菲石油	0.8
19	康菲石油	0.9	可口可乐	0.8
20	IBM	0.8	伯克希尔哈撒韦	0.8
总计		28.8		26.3

资料来源：锐联资产管理公司。

一个全市场指数应该要涵盖经济体系中有相当规模的行业。表 6－3 列出了锐联基本面美国大盘指数和市值型 1000 指数中的行业权重数据。这两组数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据的相似程度将会使投资者在不知晓指数名称的情况下无法辨认哪一组数据属于哪一只指数。事实上，这 10 个行业中，有 5 个行业在这两只指数中所占比例的差距在 1.5% 之内。这一事实并不足以让我们感到吃惊——市值加权指数虽然有别于基本面加权投资组合，但这两种投资组合都与经济体系的预期组成相关联，而一个经济体系的组成比例会经历一个缓慢的演变过程，就如美国历经了数十年才从一个制造型经济体系转变为服务型经济体系这一过程一样。

表 6－3　锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数行业权重（2007 年 6 月）

单位：%

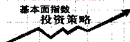
行　业	锐联基本面美国大盘指数权重	市值型 1000 指数权重
可选消费	13.4	11.0
日常消费	11.5	9.0
能　源	9.7	11.1
金　融	21.2	20.6
医疗保健	8.2	11.7
工　业	11.0	10.8
信息技术	9.6	15.4
原 材 料	3.8	3.7
电信业务	4.1	3.0
其　他	7.5	3.6

资料来源：锐联资产管理公司。

容量和流动性

通过反映各公司在整体经济体系中所占的比重（公司的经济性权重），基本面指数投资组合能够像市值加权投资组合一样吸收大量的资金。（回想起来这个属性可能是等权重指数最大的缺点。）通过设计，由于基本面指数的组成是按公司的经济规模赋予权重的，因此，这样一个投资组合会投资于最大的公司和流动性最好的股票。在大多数情况下，基本面指数与市值加权指数的构成是十分相近的。回顾表 6－2，我们可以发现在这两个投资组合中排名前二十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的公司大致相同。但是基本面指数投资组合集中了美国当前经济体系中最大的20家公司，而市值加权投资组合则集合了那些拥有较高的市场预期值的前20大公司。

那些没有同时出现在两份名单上的公司也同样值得我们关注。在基本面指数中排名前二十的韦里孙通讯公司、通用电气公司和福特汽车公司在市值加权指数中并没有能够占据一席之地。同样的，市值加权名单上的思科、英特尔和可口可乐公司并没有出现在基本面指数的前20名列表内。思科、英特尔和可口可乐这些公司就一定比韦里孙通讯公司、通用电气公司和福特汽车公司增长得更快吗？我们或许不能够确定这个问题的答案。但是市值加权指数的构成却反映了市场更看好思科、英特尔和可口可乐的发展前景。我们不禁要问：这些所谓的高市场预期公司的成长前景是否让我们付出了过高的代价？如果市场是有效的且运作正常，那么这两种组合应该带给我们相同的回报，而我们所构建的这样一个偏离市值加权指数的组合也应该不会遭受任何损失。

一个投资组合的张弛度可以通过考察其实际的流动性和容量来估计。容量的估计可以通过比较锐联基本面美国大盘指数投资组合以及罗素1000指数中的平均公司资产总值来实现。如表6－4所示，锐联基本面美国大盘指数的平均资产总值要高于罗素1000指数的平均资产总值。这足以体现基本面指数投资组合良好的容量。然而，如果将标准普尔500指数与标准普尔500等权重指数的平均资产总值进行对比，我们就会发现这两个数值间的悬殊差距。这一差距的原因在于，相较于市值加权指数标准普尔500指数，标准普尔500等权重指数采用的等权重方法使得每一个公司（无论其市值大小）在该指数中都占有相同的比重。

当然，锐联基本面指数相对于市值加权指数的平均资产总值对比率并不是一个恒定不变的数值。正如1990年代晚期，由于大市值股票拥有比小市值股票更高的估值倍数，这导致大市值股票在市值加权指数中占据过多的比重。而这一问题却并不存在于基本面指数中。到了1999年末，锐联基本面美国大盘指数的平均资产总值仅约为罗素1000指数的一半，但其中仍然包含足够数量的大市值股票，从而保证该组合的张弛度。当小市值股票于2006年末成为市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场新宠之时，我们又将锐联基本面美国大盘指数中这些大市值股票的比重进行适当调整，从而使该指数的平均资产总值略微高于罗素 1000 指数。

表 6－4　规模比较（2007 年 6 月）

单位：10 亿美元

指　　数	加权平均市值
锐联基本面美国大盘指数	83. 5
罗素 1000 指数	83. 4
标准普尔 500 指数	100. 5
标准普尔 500 等权重指数	26. 7

资料来源：锐联资产管理公司。

另外，在投资组合中排名前几大公司的资金集中度也可以很精确地说明该组合的容量和流动性。在表 6－5 中，我们列出了各组合对其前 100 名公司的资金分配集中度：锐联基本面美国大盘指数投资组合中有 56. 5% 的资金集中分布于前 100 名公司，而市值型 1000 指数投资组合中则有 56. 1% 的资金集中分布于前 100 名公司。由于很多公司不分红而一些分红的公司又拥有较高的分红率，因此仅以分红为权重指标的投资组合在其前 100 名公司的资金分配集中度也会较高（68. 3%）。相比之下，标准普尔 500 等权重指数的构成方式导致其在前 100 名公司的资金分配集中度恰好为 20%。

表 6－5　集中度：锐联基本面美国大盘指数与市值型 1000 指数（2006）

单位：%

投资组合/指数	集中度
市值型 1000 指数	56. 10
净资产	57. 20
现金流	58. 80
营业收入	56. 20
分红	68. 30
锐联基本面美国大盘指数	56. 50
标准普尔 500 等权重指数	20. 00

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下面我们将对市值加权指数与基本面指数这两种投资组合的流动性进行对比：如表6－6所示，1993～2003年10年间，在加权平均交易量为1.91亿美元的市值型1000指数中，需要不到一天的时间就能达到价值10亿美元的交易量；在加权平均交易量为1.02亿美元的锐联基本面美国大盘指数中，达到10亿美元的交易量则需要一天半的时间。值得强调的是，自从2003以来，证券市场交易量的大幅上升也使得这种对比对基本面指数更有利。

表6－6　流动性对比：锐联基本面美国大盘指数与市值型1000指数（1993～2003）

投资组合/指数	加权平均交易量（100万美元）	交易天数
市值型1000指数	191	0.9
净资产	134	1.5
现金流	126	1.3
营业收入	99	1.7
分红	110	1.6
复合指标（锐联基本面美国大盘指数）	102	1.5

资料来源：锐联资产管理公司，根据阿诺德、许仲翔和穆尔的研究资料（2005）。

显然，锐联基本面美国大盘指数的容量是巨大的。这个投资组合与市值加权指数类似，有1万亿美元（或更高）的投资容量。在这个规模上，锐联基本面美国大盘指数大概会占美国股票市场总值的5%，并且仅仅在美国前1000大公司中的20家所持流通股比例就可以达到20%。这些公司是1000家大公司里面排名靠后的，所以即使是1万亿美元的巨大投资，这个基本面指数投资组合也只有不到1%的投资会受到可用流通量的限制。

基本面指数重建：保持低换手率

高换手率所导致的交易成本使得换手率成为那些忠实的指数投资者眼中的大患。共同基金的年平均交易手续费所占比率为1.44%（Edelen，Evans，and

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Kadlec，2007），无怪乎那些主动型基金的绩效相较于指数基金而言要低得多。同样，高换手率也是等权重投资组合如标准普尔500等权重指数投资组合的要害之一。

对市值加权指数的构建而言，投资组合的重建是除了股东或监督委员会的决议（如并购与股票购回）以外唯一可能引发交易的因素。例如于每年年中进行一次投资组合重建的罗素1000指数①，图6－3列出了锐联基本面美国大盘指数及市值型1000指数的年化换手率②：1962～2004年这42年间，市值型1000指数的年化换手率为6.3%，而锐联基本面美国大盘指数的年化换手率则为10.6%。事实上，这两个指数的年化换手率自这篇研究报告发表后的三年内都已经降低了不少。

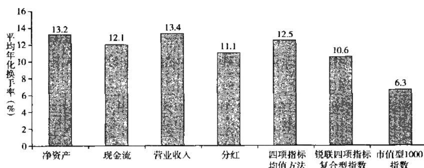


图6－3 换手率对比（1962～2004）

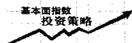
资料来源：锐联资产管理公司，根据阿诺德、许仲翔和穆尔的研究资料（2005）。

无论是市值加权指数还是基本面指数投资组合都无法避免因股东或监督委员会的决议引发的交易：当一个企业破产、被兼并或被收购之后，这个企业的

① 如上所述，标准普尔500指数的构建是实行委员会讨论制。由于资本市场的活动和并购的关系，这种制度可能导致换手率的不同。因此，直接用标准普尔500指数的换手率来比较基本面指数（或罗素指数）的换手率并不容易，因为后两者是在公式和规则的基础之上构建的。

② 我们测试了更频繁的重新配置周期：每月、每季和每半年。结果证明，不同周期对绩效的影响不大并且只会导致更多的交易量。另外，在我们测试的最初几年，只有年度财务数据可供使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票将不再存在于市值加权指数或者基本面指数投资组合中了。这种变化将直接促使投资组合购买其他企业的股票从而达到该组合的目标权重分配。除此以外的其他类型的交易皆为**选择性**交易。换言之，投资者可以选择重建指数或者任凭投资组合的权重随着市价的浮动而变动。

在市值加权投资组合中的绝大部分**选择性**交易皆以因成分股变化而用其他股票取代被剔除股票的换股形式进行。尽管一些股票是由于破产、兼并或被收购的原因被剔除，还是有一些失宠的股票由于选择性偏见导致其交易价格低迷而被剔除。然而取代这些被剔除股票的皆为那些热门的成长型股票，这些成长型股票的规模小到甚至无法列入基本面指数投资组合排名的前 1000 名，然而它们的高价足以让它们跻身市值加权指数的名单。

市值加权指数通常不可避免地要为这些选择性交易付出大量的开销。指数界不可言传的秘密之一是：高换手率将会带来巨大的交易成本。假设指数型投资组合占总体证券市场的 20%，如果只要在一天内所有市值加权投资组合一致进行同向的选择性交易，那么这些新加入组合中的股票将导致 20% 的换手率。

基本面指标的改变远不如股票价格的改变来得频繁。相形之下，锐联基本面美国大盘指数中仅有 2.7% 的年化换手率是和选择性交易相关联的；另外约有 8% 的年化换手率是来自权重的重新分配或依据个别公司基本面指标系数与其股票价格间相对变化而进行的反向交易。这 8% 的年化换手率与该指数中的每一只股票在组合中所占比例相关联。换言之，如果组合中 50% 的资产属于基本面指标排名前 100 位的公司，那么将有 4% 的年化换手率产生于证券市场中最具流动性的 100 大公司中。

基本面指数方法相较于市值加权方法而言，携带较少的对收益产生损害的换手率。基本面指数方法自身就具有卖高（股价相对其财务状况过高）买低（股价相对其财务状况过低）这一优秀的投资管理特点。相反，市值加权方法则有可能在一只股票价格飞涨之后将其买进，或是在一只股票价格大跌之后将其卖出。

当然，市值加权指数仅仅是锐联基本面美国大盘指数相对换手率的一种对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比。读者可以通过锐联基本面美国大盘指数与其他投资组合（如等权重指数及主动型管理投资组合）的对比来进一步加深对这一概念的理解。据理柏（Lipper）和 eVestment Alliance 的相关研究表明，截至 2007 年 3 月 31 日的过去一年中，Rydex 标准普尔等权重交易所交易基金的换手率是 16%。然而，这一换手率与平均大市值基金（主动型管理）相比可谓小巫见大巫：从 1996 年到 2006 年的 10 年间，大市值基金的年化换手率高达 64% ~111%。

有两个原因使得基本面指数投资组合具有较低的换手率。首先，四个公司规模衡量指标中有三个（营业收入、现金流和分红）的数值采用了其五年平均值。[①] 因此，投资组合的权重的变化不会因为突发的财务指标变化而过于敏感。其次，多指标方法降低了投资组合的换手率。一个指标的改变可能会与另一指标的反向改变相抵消。例如，美国汽车业的近期营业收入大增并伴随着现金流的减少。如此一来，这些变化对于基本面指数的净效应将不会改变公司的基本面规模，因而不需要重新调整投资组合权重。

正是上述两点基本面指数理念的特点使得其与任何一个单指标的基本面指数方法相比具有更低的换手率。回到图 6-3，值得我们注意的是，那些单指标基本面指数的平均年化换手率的平均值要比基本面指数的平均年化换手率高 2%。除此以外，基本面指数的平均年化换手率比单指标基本面指数平均年化换手率中的最低值（11.1%）还要低。

一些评论认为基本面指数方法将会导致更高的换手率。以大多数市值加权指数的 6% 的换手率为参照标准来看，基本面指数约为 10% 的换手率确实是高了。同样的，对于那些依靠每季度重新调整投资组合权重的（特别是不以基本面多元指标进行时间平滑的）指数而言，其换手率很容易就会上升到 25% ~50% 甚至更高。当然，相较于主动型管理的投资组合，基本面指数投资组合的换手率可谓相当低了。

---

① 净资产往往是一个更加稳定的指标：相较于营业收入或现金流，它较少受周期性波动的影响；而相较于分红，它又不会随着管理层的意外决策而变化不定。对于财务数据少于五年的公司，我们就使用现有年份的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

正如期权的公平价值很大程度上是由公司的股价导出一样，股票公平价值的赋值在绝大多数情况下也是基于公司当下及未来的财务状况。因此，股票的价格在某种程度上可以被视为一种基本面指标规模的衍生品。从这一角度来看，市值加权指数是十分奇特的。这些指数意识到股价中包含了市场对于公司未来的预期这一具有价值的信息。然而，它们忽略了这样一个事实：那些预期在公司股价上表现是需要经过折现的。因此，大多数指数型投资组合将资金投入拥有积极预期的公司股票，而那些预期的接近平均水平的收益只有在那些积极预期得以实现的基础上才能兑现。

假设50年前，标准普尔发行了“市值型500”和“基本面500”这两只指数。那么现如今，“市值型500”则会成为衡量主动型及被动型管理策略的一个标准。同时我们几乎很难再找到使用“市值型500”这一指数被动管理策略的投资组合。

这对于金融理论又意味着什么呢？现代投资组合理论强调了分散化投资的重要性，并在资本资产定价模型的基础上定义了市场投资组合（市值加权型）和均衡价格之间的关系。我们得出的以上结论既不会动摇现代投资组合理论在投资界的地位，也不会阻碍其他诸多先锋金融理念的进一步发展：不论市场有效的假设成立与否，马科维茨、夏普、米勒以及其他学者依旧可以获得诺贝尔奖。但是，或许我们本不应该在探究“有效市场假设”这一问题上花费40年；或许我们本可以对那些与权威金融理论相悖的数据不屑一顾，从而更加相信这些理论与现实投资市场相吻合。如果“定价误差”的存在能够作为对异常市场行为（如价值效应、规模效应以及均值回归）的解释，那么或许我们还不可能成功地实现对“潜在风险因素”的定义。

对于投资者而言，这些差异又意味着什么？“基本面500”优于“市值型500”的绩效很可能会加快基本面指数投资策略的采纳进程。那些早期的大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用者将会从中大大获益，而经济体系中的资金分配或许也会变得更加合理。无论如何，基本面指数投资组合的资本注入会将市值加权股票收益与基本面加权股票的平均收益之间的差异填平。

当然，上述观点都仅仅是假设。然而，事实却是：我们找到了一个有别于市值加权方法的、可靠的且能够实现规模化的投资方法。同时，我们也确信这一方法将会促使业界和学术界重温先前的那些投资核心理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

基本面指数在美国股市的绩效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智者的信念建立在证据之上。

——大卫·休谟（David Hume），1777

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的主要作用之一是帮助确定公司的公平价值从而实现资金最优分配。对“公平价值”的发掘过程包含主动型管理者从事的大量研究工作。然而，这些研究工作所得出的结论难免带有误差。学术界认为这一公平价值会在价格的周围呈现对称的随机分布。而大多数的从业者则认为定价误差在公平价值周围呈现对称的分布。基于第二个假设，市值加权投资组合会将大部分资金投向那些估价高于其公平价值的公司。如果是这样，那么任何一个能够切断定价误差与股票权重之间联系的指数构建方法（如基本面指数）都将为我们带来优于传统市值加权指数的额外收益。

只要价格是建立在公平价值之上，那么我们就可以认为基本面加权法要优于市值加权法。历史数据及相关证明是我们这一说法的有效凭证。我们的研究及近期投资组合的绩效表现都表明了在绝大多数市场环境下，我们的基本面指数投资组合的绩效要优于市值加权投资组合的绩效。这一发现与我们的核心假设一致：通过切断价格和投资组合中股票权重之间的联系，投资者可以获得超额收益。由此一来，价格加权或市值加权特有的回报拖累就会被消除。在本章中，我们将进一步对基本面指数概念的绩效的细节展开讨论。

锐联基本面美国大盘指数绩效

我们将由美国大公司指数入手展开对基本面指数投资组合的讨论。如第二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章所列举的，1962～2007年的46年间，锐联基本面美国大盘指数的平均年化收益率要比市值型1000指数和标准普尔500指数的年化收益率高出两个百分点。此外，如表7－1所示，锐联基本面美国大盘指数在取得这些超额收益的同时，还拥有比市值加权投资组合略低的风险。拥有高估值倍数的公司通常比拥有低估值倍数的公司更具有波动性（或风险性）。市值加权指数恰恰因为将许多资金分配于那些拥有高估值倍数的公司而导致其收益带有较高的风险；即便其收益要低于锐联基本面指数这类与估值无关的投资组合的收益，其风险系数仍然显得较高。

表7－1　基本面指数的绩效统计（1962～2007）

投资组合	终值	年化收益率（%）	年化波动率（%）	夏普比率	超额收益率（%）	跟踪误差（%）	t－统计量
标准普尔500指数	90	10.3	14.6	0.37	0.0	1.7	0.19
市值型1000指数	88	10.2	14.8	0.36	—	—	—
锐联基本面美国大盘指数	207	12.3	14.4	0.50	2.1	4.0	3.47

资料来源：锐联资产管理公司。

如果基本面指数投资组合能每年以较少的风险获得超过市值加权指数至少200个基点的收益，那么该投资组合将会拥有较高的风险回报率，即夏普比率。因为大多数的投资者通常将短期美国国债当做典型的无风险的投资，夏普比率通常是用风险投资收益中超过国债的收益的那部分除以该投资的风险系数来计算的。① 按照如此的计算方法，我们得出基本面指数投资组合与市值型1000指数投资组合的夏普比率分别为0.5和0.36。如此一来，基本面指数相较于市值型1000指数投资组合而言其风险回报率大约提高了40%。这一绩效提升能带来大量的收益并且拥有显著的统计测试证明。

① 在20世纪60年代，比尔·夏普提出用这个简单的比率来比较两个不同投资组合风险调整后的绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一个主动型管理者声称他的投资组合的长期收益率比市值加权投资组合高出 200 个基点并且具有更小的风险，而且夏普比率比大盘还要高 40%，那么投资者的第一反应是表示怀疑。然而，这样一个“经理”既不是精于选择明星股票的老练投资者也不是一个复杂的对不同公司进行排名的“黑箱”定量模型，他只是通过不同的参照方式构建了一个市场指数。这样一个指数的构建是建立在各公司的财务指标参数之上的，与它们的市值无关。

这般改良后的指数构建为投资者带来了显著的财富。在过去 46 年间，市值加权指数给投资者带来了可观的收入：假如在 1961 年底投入 1 美元，到 2007 年底将增至 90 美元。但试想将这 1 美元投入基本面指数投资组合，我们将会获得超过 200 美元的终值财富。图 7－1 采用了两种方式演示这一收益差

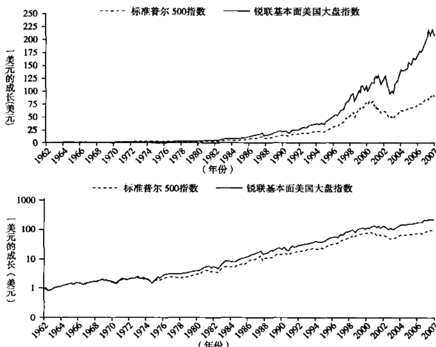


图 7－1　一美元的成长，锐联基本面美国大盘指数与标准普尔 500 指数（1962～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



异：线性方式与对数方式。采用线性方式衡量，从10元到20元的增长等同于从110元到120元的增长；而采用对数方式衡量，这一增长则相当于从100美元到200美元的增长。线性方式显示的收益率生动地表现出了财富的累计回报，但是稍早年份的回报由于早期的规模较小而显得比较微薄。对数形式显示累计回报的方式相对温和，但是它所显示的早期回报与后期回报比例极为相似。两幅曲线图都是正确的，当我们综合两幅图来进行分析时，就能拥有一个较全面的认识。

深入探究不同市场周期

很明显，基本面指数投资组合从长期来看可以为我们带来超额收益。但是它能在投资者最需要的时候提供如此的超额收益吗？如果一个投资策略能够在减少风险的基础上提高收益，那么这样一个策略在熊市中将会更优于其他投资策略，从而赢得大多数投资者的青睐。

基本面指数投资组合的低风险性在熊市中表现得尤为明显。如图7－2所示，在股市价格下跌时，锐联基本面美国大盘指数的绩效大大地超过市值加权投资组合。例如在1973～1974年的熊市中，锐联基本面美国大盘指数的年化收益率比标

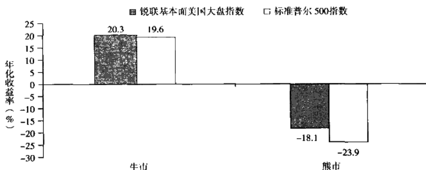


图7－2 锐联基本面美国大盘指数与标准普尔500指数（1962～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准普尔 500 指数高出 370 个基点。在科技泡沫破灭之后的 2000 ~ 2002 年间，基本面指数甚至获得更高的超额收益。从我们考察的所有时间段都能得出相似的结论：在熊市中，锐联基本面美国大盘指数的平均年化收益比市值加权投资组合的平均年化收益高出 5.8 个百分点。同时，基本面指数投资组合在好的年景中也能获得骄人的超额收益，如锐联基本面美国大盘指数在牛市中平均获得 70 个基点的超额收益。

深入探究不同时段

即便是久负盛名的长期投资策略也会因为其短期收益欠佳而被投资者所抛弃。因此，一个投资组合能否持续地增值与其最终可能兑现的收益一样重要。长期的累计年化收益可能会掩盖短期内的不良绩效。同样的，一个投资组合持续的滞后收益也有可能被某一年的超常绩效所掩盖。因此，精明的理财顾问往往会推荐那些中短期内获得超额收益成功几率较高的投资组合。通常来说，机构投资准则及共同基金排名都以五年作为一个单位观察期。

如图 7 – 3 所示，基本面指数在较长的时间及不同的市场内都具有显著可

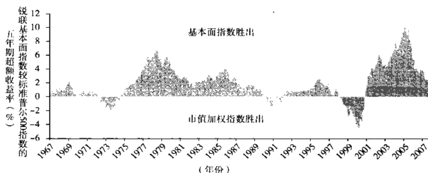


图 7 – 3 五年期滚动年化超额收益率：基本面指数投资组合与市值加权指数（1962 ~ 2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠的回报。在1960年代，当成长型股票和低通胀大行其道时，基本面指数超出大盘收益高达200个基点。而到了高通胀的1970年代，当股票收益很难与商品价格的增长并驾齐驱的时候，基本面指数超出大盘收益约600个基点——越发显现出基本面指数投资组合的优势。即便《商业周刊》于1979年刊登了一篇题为“股票之死”的文章也没有阻碍基本面指数于1980年代的优秀市场收益，而如此优秀的绩效仍然持续至1990年代前期及中期。

图7－3同时显示出三个基本面指数的受挫期，它们分别是1970年代初期的传统公司转型、1990年代初期的生物科技泡沫成长以及1990年代末期的科技泡沫破灭。需要强调的是，这三个时期皆为成长型股票的牛市时期，与此同时，价格泡沫现象促使投资者忽略公司的实际经济规模转而投资于那些预期效益不切实际的股票。因此，在这三个时期中，像基本面指数这样的偏向价值型投资组合的效益自然难敌偏向成长型的市值加权投资组合。

市值加权指数总会因为股价不切实际的飞涨而得利。当一只股票的价格上涨了两倍后，其在市值加权指数中所占比例将自动变为原先的两倍。换而言之，任何一只股票在市值加权指数投资组合中的权重会因为其价格的翻倍而翻倍直至价格泡沫的破灭。

上述观点与有效市场假设是相对立的。有效市场假设不承认价格泡沫与估价误差的存在，在该假设的定义中，价格与价值是对等的。与此同时，有效市场假设认为，股价永远是公司公平价值的精确反映。

不过，如果放宽这一假设：价格总是等于公平价值，那么我们整个讨论就会变得很符合直觉，也具有合理性。其实，我们认为将评估准则从价格主导换成价值主导，是非常有帮助的。我的观点非常接近西格尔提出的哥白尼类比。只是与哥白尼的想法不同的是：价值并不是宇宙中的太阳，会把价格吸引过去；它是个黑洞。我们的意思并不是价格会掉进黑洞或是价格与价值总有一天会收敛。我们的意思是，价格会朝一个未知且不可知的公平价值前进。价值如重力般的拉力是非常强大的，而且它会把价格拉过来，就像是黑洞一样，我们看不到它！

基本面指数策略的优势在于其**对定价误差的修正**（即通过减少价格高于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公平价值的股票所占比例，并且增加价格低于其公平价值的股票所占比例，促使股票的价格回归其公平价值，使股票权重尽量贴近其公平价值）。但是，如果实际情况并非如此，这对基本面指数策略将很不利。通常在成长型股票的收益领先于价值型股票时，这两种类型股票的估值倍数之间的差距也随之增加。在这种时候，定价误差往往大量加速涌现，从而导致基本面指数的收益滞后于市值加权指数。然而，基本面指数对价值型股票投资的潜在收益也随着市场为成长型股票的不断投入而逐渐增加。一旦成长型股票价格泡沫破灭，价值型股票卷土重来，基本面指数投资组合将立即大幅度超过市值加权指数投资组合的收益。

图 **7－3** 向我们所展示的四个股市下滑时期——**1971～1972** 年、**1991** 年、**1999～2000** 年以及 **2007** 年——不禁令人担忧是否在经历了一段股市上扬时期后，下一次股市下跌又将临近。如果换个角度来对市场进行分析，我们将有可能对市场中存在的风险与机会有更深入的了解：投资界长期对市值加权法的信奉导致业界对基本面指数概念的争议不断。实际上，市值加权法只不过是占据了“先入为主”的优势。假设基本面加权法的出现早于市值加权法，那么整个论调将完全不同。显然，没有人会考虑一个只是在偶然发生的泡沫中胜出的新指数策略，不论其学术理论是多么正确。图 **7－4** 则基于这个假设，将两种加权法所带来的收益进行比较。

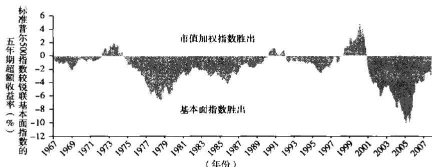


图 7－4 五年期滚动年化超额收益率：市值加权指数与基本面指数投资组合（1962～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按理说，学术界应该迫不及待地去探究，为什么市值加权法这个理应立于不败之地的方法、这么好的投资理论，居然会输得如此惨烈。然而，因为市值加权指数多年来已经吸引了这么多人，情况变得很不一样：指数投资经理完全不考虑使用基本面指数权重，学术界对市值加权指数的挑战或是理论与实际不符之处也置之不理。与其试图去了解为什么理论和实际不一致并进一步修正，多数人选择假装看不到，一如既往地坚持教条。

公平的比较：基本面指数与等权重指数

可能有人会认为基本面指数策略与等权重指数投资组合的绩效表现大致相当。毕竟，两种方法都与股票价格没有直接关系，都不会受到市值加权指数缺点的伤害。两种方法都应该在估值过高和估值过低的股票上配置大致相等的权重。可以肯定的是，它们都会提供比标准普尔 **500** 指数还要高的收益。不过，结果显示至少从标准普尔公司开始发布标准普尔 **500** 等权重指数之日起，基本面指数策略就一直优于等权重策略。

表 7－2　绩效统计：标准普尔 500 等权重指数与锐联基本面美国大盘指数（1990～2007）

测度指标	锐联基本面美国大盘指数	标准普尔 500 等权重指数
年化收益率（%）	12.9	12.0
年化波动率（%）	13.2	14.8
夏普比率	0.68	0.56

资料来源：锐联资产管理公司。

如表 7－2 所示，1990～2007 年这 18 年间，锐联基本面美国大盘指数的平均年化收益率比标准普尔 500 等权重指数的平均年化收益率要高出 0.9 个百分点。与此同时，锐联基本面美国大盘指数风险更低。另外，锐联基本面美国大盘指数的夏普比率达到 0.68，比标准普尔 500 等权重指数的夏普比率（0.56）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据要高出 20%。我们不禁要怀疑：既然这两个指数的构建都与定价误差不存在任何关联，那么为什么标准普尔 500 等权重指数没有因为其拥有的小市值股票在这段期间的飞涨而更胜一筹呢?

原因很简单：基本面指数的优越性就在于其成功地运用了基本面指标对投资组合中的股票进行了一系列**筛选及赋权重**。正如在我们先前对标准普尔 500 指数的讨论中所提及的：一个大公司可能仅仅因为其当前的低估值倍数而被标准普尔 500 指数归类为小市值公司；与此同时，那些拥有超高估值倍数的成长型小公司则取而代之。然而，基本面指数投资组合包含了那些被市值加权指数视为小市值价值型股票的大公司，而不包含那些被市值加权指数视为大市值成长型股票的小公司。历史数据表明，如此的选择性差异为基本面指数提供了权重重建之外显著的收益提升。

基于以上讨论，我们不禁要问：一个等权重的基本面指数投资组合是否能够为我们带来更高的收益呢？未必。尽管这样一个组合拥有调整权重误差的优势，但它还是会像标准普尔 500 等权重指数一样，不可避免地受到由高换手率和高交易成本造成的绩效拖累。

样本外结果：小盘股

通过科学的方法，只要萌生一个想法，我们就能够进行测试。接下来的细节改进，从某种程度来说，就是数据挖掘。数据挖掘就是所谓“科学方法”的对照。任何历史研究，只要是以过去的数据为基础，或多或少都算是“数据挖掘”。只要我们在过去的数据中找到任何可能发挥作用的想法——至少在历史模拟上可行，我们就是在进行数据挖掘。而这些方法往往被运用到真实情况时，一点用处都没有。

我们的最初构思是采用公司营业收入而非其市值作为权重标准。同时，我们也发现使用公司经济规模而非市值作为投资组合权重标准能够切断投资组合内的资产分配与定价误差之间的联系，从而成功地避免由定价误差造成的绩效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



拖累。我们采用过去30年的历史数据对基于这一构想所构建的模型进行检测。检测结果显示，该投资组合的理论收益率比市值加权指数投资组合要高出250个基点。这一检测过程是完全依据科学方法进行的。于是我们紧接着对其他与价格没有关联的公司经济指标都进行了测试。而这些关于美国大公司的后续研究或多或少都会涉及数据挖掘。

如果数据挖掘遭到极大的反对，那么检测一个新理念的唯一方法就是采用全新的未被用于建立该理念的数据进行测试。于是我们转向对整体市场绩效的数据研究并扩大我们的测试范围。大量测试结果有力地证明，我们的投资组合所带来的收益绝非缘于“运气”。

然而，还是有人会说我们的结果是因为我们选择了有利的时间段，因此才会得到如此漂亮的结果。这样的批评是很公平的，于是在这里，我们要进一步地利用其他的数据组进行测试，提供基本面指数的测试结果——**方法是不变的，这样一来就不是为了配合新的数据而设定的。**

到目前为止，我们仅描述了美国大公司基本面指数的收益情况。在美国股市中早已存在大批的金融分析师对诸如埃克森美孚、通用电气、微软以及花旗集团这类股票进行持股变更跟踪、盈余报表以及资产负债表的深入分析。这些金融分析师还会对企业的管理层及该企业所对应的产品供应商进行探访以获取更多与企业相关的信息。然而，想要在如此铺天盖地的信息解码狂潮中得到独家信息从而获利的可能性是极其有限的。因此，市值加权指数投资组合相较于其他主动管理型投资组合而言，有着巨大的成本优势并且每年得到大量新资金的注入。

在美国股市中，相较于那些大公司股票而言，研究机构对小公司股票似乎关注较少。例如，在华尔街约有40名分析师跟踪拥有1500亿美元市值的英特尔公司；约有14名分析师跟踪拥有20亿美元市值的一家速食连锁餐厅公司；而对于那些市值小于10亿美元的公司则只有一两名（甚至没有）分析师跟踪。在这样的低竞争市场环境下，精明的投资者应该可以发掘小公司投资的各种相关信息以寻求获利机会。

如图7－5所示，在过去的10年间（截止到2007年5月31日），晨星小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘平衡型股票共同基金的总年化收益率超过了罗素 2000 指数小市值股票的年化收益率 1.8 个百分点。事实上，主动型管理者在小盘股中更有机会得到超额收益。然而，图 7－5 所依据的数据仅包含那些过去 10～15 年内的“幸存者”，而没有那些因绩效不佳而消失的基金资料，因此，得出的结论从某种程度上来说是过于美化了它们的表现。

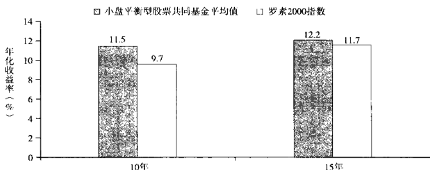


图 7－5　主动型管理者绩效对比：小盘股 vs. 基准指数

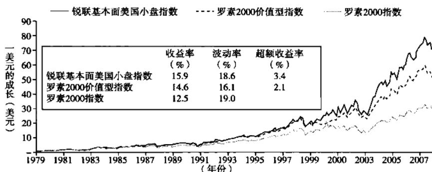
（截至 2007 年 5 月 31 日）

资料来源：锐联资产管理公司，数据来自晨星公司。

那么，在这样一个对主动型管理策略较为有利的市场环境下，基本面指数投资组合又该如何应对呢？在锐联基本面美国小盘指数中，我们通过基本面排名选取了排名第 1001～3000 的公司（合 2000 家公司）组成了该指数。如图 7－6所示，自 1978 年起，该指数相较于罗素 2000 指数（市值加权指数）已创下显著的超额收益。

1979～2007 年 29 年间，锐联基本面美国小盘指数的年化收益率要高过罗素 2000 小盘指数的年化收益率 340 个基点（这一结果与锐联基本面美国大盘指数超过和其相对应的市值加权指数 210 个基点的战绩相当）。与此同时，这些超额收益也具有较小的波动性（18.6% 的年化标准差），而罗素 2000 指数的年化标准差则为 19.0%。**显而易见，基本面指数能够给投资者带来更大的超额收益。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	收益率（%）	波动率（%）	超额收益率（%）
锐联基本面美国小盘指数	15.9	18.6	3.4
罗素2000价值型指数	14.6	16.1	2.1
罗素2000指数	12.5	19.0	

图 7－6　锐联基本面美国小盘指数与罗素 2000 价值型指数及罗素 2000 指数（1979～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

那么，基本面指数获得超额收益的秘诀是什么呢？基本面指数的构建并不需要通过对那些财务比率进行评估来选择股票；投资组合股票的选择及权重完全是基于各公司的基本经济规模指标的。如此的构建方法成功地切断了定价误差与股票权重之间的联系，从而消除了定价误差所带来的绩效拖累。

在一个完全有效的市场中，股价与公司的公平价值是相等的。任何一种定价误差仅会以一种形式存在：公平价值随机分布于股价的周围。然而，**当市场有效性随着定价误差的不断涌现而逐渐消失，市值加权投资组合的绩效拖累也随之增大**。图 7－7 显示了这一个过程。

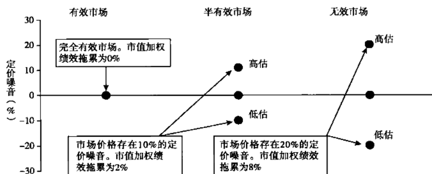


图 7－7　在相对无效市场中的绩效拖累现象

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风格型基本面指数：成长股和价值股的应用

在本节中，我们将就基本面指数投资组合在成长型与价值型股票板块中的应用展开讨论。传统的市值加权指数通常将其产品按不同风格进行细分。同样地，锐联基本面美国大盘指数也能被进一步分为锐联基本面成长型指数（RAFI Growth）和锐联基本面价值型指数（RAFI Value）。[①] 接下来我们将对锐联风格型基本面指数与其对应的罗素系列风格型指数进行比较。

成长型指数：如图 7-8 所示，自 1979 年 1 月 1 日起，锐联基本面成长型指数的年化收益率比罗素 1000 成长型指数的年化收益率要高出 160 个基点。与此同时，锐联基本面成长型指数的年化波动率为 16.7%，而罗素 1000 成长型指数的年化波动率则为 17.6%。这样算来，锐联基本面成长型指数与罗素 1000 成长型指数的夏普比率分别为 0.43 和 0.32。

价值型指数：如图 7-8 所示，1979 年至 2006 年 12 月，锐联基本面价值型指数拥有超过罗素 1000 价值型指数每年 180 个基点的年化收益。与此同时，锐联基本面价值型指数的年化波动率有了更大幅度的下降——从 16.7% 下降到 14.1%。而大部分波动率的降低发生于市场下滑期间，正是投资者最需要控制风险的时候。事实上，“下跌保底”正是锐联基本面价值型指数所能为我们提供的：锐联基本面价值型指数在熊市中的年化收益率为 -8.5%，而罗素 1000 价值型指数的年化收益率则跌破 -13%。

锐联基本面成长型指数有 160 个基点的超额收益，锐联基本面价值型指数有 180 个基点的超额收益，而综合两者的锐联基本面指数为什么能获得 210 个基点的超额收益呢？原因很简单：综合投资组合可以从反向交易中得利——卖出当前昂贵的成长型股票并在其估值倍数回落至合理值时将其购回。这般重新调整投资组合权重所带来的超额收益是任何一种单一风格型投资组合所不具备的。

① 锐联资产管理公司用类似于罗素成长型/罗素价值型指数（Russell Growth/Russell Value）的方法来区分成长型和价值型股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

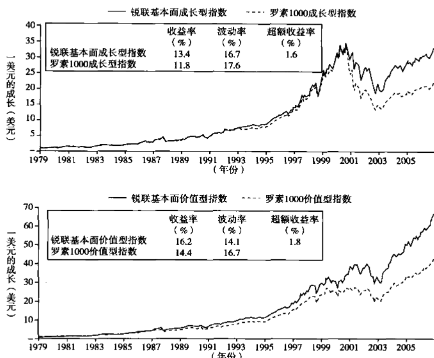


图7-8　锐联基本面成长型与价值型指数绩效（1979～2006）

资料来源：锐联资产管理公司。

聚　焦

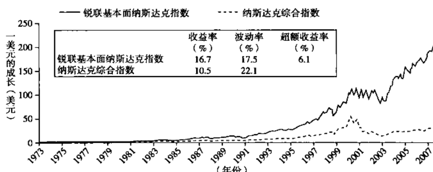
纳斯达克

纳斯达克可谓是美国资本市场中存在最多定价误差的板块了。纳斯达克中的股票通常为小型的快速成长型公司股票。而这些公司的股价则是基于相对不确定的长期盈利预期的。当市场中的投机者卖出他们手中的大部分主流股票并将资金转投于这些小型公司时，这种投机行为将引发更大的定价误差从而使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市值加权指数的绩效拖累愈发显著。

事实上，纳斯达克综合指数（Nasdaq Composite Index）并不是仅由那些小型的新兴企业所构成的，它也包括了一些大型企业股票，如英特尔和微软。尽管纳斯达克涵盖了不同行业中不同市值大小的股票，但它远非一般广义市场的构成。这个市值加权指数中有70%的资产集中于科技行业、消费者服务业以及医疗保健行业。如今，纳斯达克系列产品在投资界拥有相当广阔的市场。例如，纳斯达克－100跟踪指数（交易代号QQQ）拥有近190亿美元资产而成为美国证券市场排名第四的交易型开放式指数基金。图7－9所示数据足以显示纳斯达克价差之大及由此凸显出来的基本面指数巨大优势：纳斯达克综合指数自1973年上市起至今拥有10.5%的年化收益率，而同期基本面指数的年化收益率则为16.7%。以34年为资金增长观察对比期，如果我们投入市值加权纳斯达克指数的资金能增长30倍，那么基本面指数所带来的这额外6个百分点的年化收益将使我们同等的投入资金增长200倍。与此同时，基本面指数所带来的收益也具有更低的风险。



	收益率（%）	波动率（%）	超额收益率（%）
锐联基本面纳斯达克指数	16.7	17.5	6.1
纳斯达克综合指数	10.5	22.1	

图7－9　锐联基本面纳斯达克绩效（1973年～2007年6月）

资料来源：锐联资产管理公司。

房地产投资信托基金

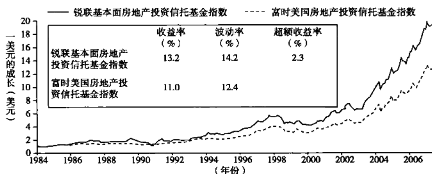
房地产投资信托基金为投资者提供了一种兼具流动性与透明度的方式参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不动产投资。房地产投资信托基金组合中企业的净利润一般是以分红的形式发放给股东。依照美国国家房地产投资信托基金协会统计，目前有超过 200 家上市的房地产投资信托基金，其中的资产总额合计超过4750 亿美元。[①] 鉴于房地产投资信托基金可将投资分散化且操控形式简单，大多数投资者都偏向于将一部分独立的资金投资于这类资产而非购买由诸如标准普尔和罗素投资集团提供的相关投资组合。

房地产投资信托基金的定价就如股票一样，是通过未来几十年的现金流折现来计算的。当然，房地产投资信托基金的未来分红与其所拥有的基础资产的租金收入是相关联的，正如股票的分红取决于公司的盈余一样。尽管如此，整体经济条件、特定市场行业或公司等不确定因素都将导致股票的定价无法反映真实的租金收入与盈余情况。换而言之，定价误差也存在于房地产投资信托基金中。例如，公寓楼可能相对于零售业商铺价格过高，或者经济衰退入住率低导致酒店物业价格过低，诸如此类。由于市值型房地产投资信托基金的加权同样取决于公司的股价，于是也存在绩效拖累的问题。

锐联基本面房地产投资信托基金指数的构建与锐联基本面复合型组合的设计大致相同。图 7－10 就锐联基本面房地产投资信托基金指数与市值加权富时



	收益率（%）	波动率（%）	超额收益率（%）
锐联基本面房地产投资信托基金指数	13.2	14.2	2.3
富时美国房地产投资信托基金指数	11.0	12.4	

图 7－10　锐联基本面房地产投资信托基金指数绩效（1973 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

① 参见 www.investinreits.com/learn/reitstory.cfm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国房地产投资信托基金指数进行绩效对比。正如这些结果所示，房地产投资信托基金的绩效的确受错误定价拖累：从1984年1月1日至2007年6月30日基本面指数策略每年都获得2.2个百分点以上的超额收益。有趣的是，锐联基本面房地产投资信托基金指数每个十年期均有骄人的表现：与市值型房地产投资信托基金相比，在1980年代创下4.4个百分点的超额收益，在1990年代成长型泡沫期有0.4个百分点的超额收益，在2000年以来7年半的牛市中，平均年化超额收益则为2.2个百分点。

行业绩效

行业指数基金（sector index funds）和交易型开放式指数基金已在市面上投资组合的构建过程中被大量采用。我们的研究结果显示，市值加权型行业指数正如大盘指数一样存在绩效拖累的弊端。表7－3展示了锐联基本面行业指数与市值加权行业指数收益的对比结果。

表7－3 超额收益率：锐联基本面行业指数与标准普尔500行业指数（1989年10月～2007年6月）

单位：%

行 业	锐联基本面指数收益率	波动率	标准普尔指数收益率	波动率	超额收益率
可选消费	9.4	18.2	9.8	16.8	-0.3
日常消费	14.0	12.7	11.5	13.8	2.5
能 源	16.1	17.2	14.3	16.8	1.7
金 融	15.6	18.1	13.3	19.1	2.3
医疗保健	15.0	14.8	12.6	16.2	2.4
工 业	13.3	15.4	11.3	15.5	2.0
原 材 料	11.1	18.8	9.3	18.4	1.7
电信业务	7.5	21.0	7.1	20.3	0.4
公用事业	11.7	14.6	9.3	15.3	2.4
信息技术	13.5	25.4	10.9	27.4	2.6

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面行业指数所包含的10个行业中有9个行业在长达17.5年的测试期内获得了高于市值加权行业指数的收益；其中8个行业的超额收益率分布在1.7%～2.6%范围内，此外，日常消费、医疗保健以及信息技术这三大传统成长型行业的超额收益率最高（分别为2.5%、2.4%和2.6%）；可选消费这样周期性强的价值型行业收益略为逊色。对此，我们的解释是：上述三大成长型行业通常包含了那些无法兑现预期盈利的公司，因而当这些公司的股价随着预期的膨胀而飞涨时，它们在市值型行业指数中的比例也相应剧增，如此一来，定价误差必定给市值型行业指数造成绩效拖累。这类公司有：医疗保健行业中的安进及信息科技行业中的思科系统。

相比之下，可选消费行业中的股票则有可能因为一些非经济的因素而受益，如品牌效应。一个具有好的品牌效应的商品，即便其价格再昂贵也可以留得住买家。因此，该行业中拥有具优秀品牌效应的公司，比其他商品驱动型行业中的公司更有止损力。与此同时，这些极具优势的公司的估值倍数能够在较长一段时间内居高不下。

如图7－11所示，基本面指数科技行业在科技泡沫期间拥有与市值加权指数相当的收益，并且在熊市所受影响相对较小，在随后几年的牛市回暖中表现尤佳。另外，**市值加权指数想要挽回其由科技泡沫顶峰下跌至低谷的损失，需要130%的收益。**然而基本面指数相对容易得多，其信息技术行业距离2000年的高峰，只需增长30%。

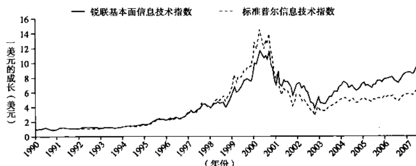


图7－11　一美元的成长：锐联基本面信息技术行业指数

（1989年10月～2007年6月）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到基本面加权行业基金时，科技行业的例子对我们具有很大的启示意义。从历史来看，基本面指数策略往往在牛市时齐步并进，因此也给行业投资者提供所欲求的投资比例。如果行业表现差劲，基本面指数行业投资组合会显著地减缓下跌冲击，提供给投资者的是：充分的上涨空间和部分的下跌保护。不论在整个市场还是行业部分，基本面指数都能提供有力的保证。通过基本面加权法，如果我们选对行业，我们就可以参与整个上涨；如果我们选错行业，也能因基本面指数策略而减少损失——对于想要押宝“行业轮盘”的投资者，这绝对是一个更具吸引力的好方法。

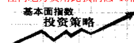
对早期数据的分析

由于1950年代中期前证券市场中公司的相关数据缺乏完整性与可靠性，我们决定将数据采集起始点定于1962年。然而，Dimensional Fund Advisors 的顾问吉姆·戴维斯（Jim Davis）则花费大量心血搜集1940～1962年期间100家具有代表性的公司的相关财务数据（如股价、收益率、市值、净资产、盈利、分红以及营业收入），并将它们应用于基本面理论。

令人惊叹的是吉姆·戴维斯的研究结果同我们的研究结果几乎完全吻合。[①] 我们的分析表明基本面指数拥有2.1个百分点的超额收益。吉姆·戴维斯的研究结果如表7－4所示：每个单指标基本面指数都拥有高于市值加权指数的收益（超额收益范围为0.9～2.6个百分点），而基于三个指标平均值的基本面指数则拥有2个百分点的超额收益。我们尝试性地计算吉姆的四个单指标基本面指数收益的平均值：结果表明，该投资组合同样拥有2.1个百分点的超额收益。并且，同样比等权重指数年化收益高出0.6个百分点，与我们的研究结果再次不谋而合。在吉姆的研究中，市值加权的价值型投资组合增加了2/3的超额收

① 这项研究存在着生存偏差：这100家公司显然是第二次世界大战的幸存者。但是，由于这种偏差对所有结果的影响基本相同，我们对戴维斯（2007）的研究中的此项弱点还是可以接受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



益，但是伴随这笔收益而来的是 1.5 倍的价值型偏移及两倍的跟踪误差。

表 7-4 基本面指数投资组合结果（1940 年 7 月~1962 年 6 月）

表 A：单指标投资组合*

指数化所采用的指标	年化收益率（%）	年化标准差（%）
净资产	18.1	22.3
现金流	18.1	22.7
分红	16.4	19.9
营业收入	17.9	22.2
等权重	17.0	22.3
市值型	15.5	20.3
市值价值型	18.6	23.8

表 B：多指标投资组合

	年化收益率（%）	年化标准差（%）	累计成长（美元）
四项指标均值	17.6	21.8	24.67
等权重	17.0	22.3	22.33
市值型	15.5	20.3	17.13
市值价值型	18.6	23.8	27.81

*数据来自戴维斯（2007）。

资料来源：锐联资产管理公司。

戴维斯的研究结果中还有几点值得我们关注：首先，一个市值加权指数通常以公司的市值作为该公司股票入选及权重分配的依据，而在基本面指数的构建中，公司的财务指标才是其入选及权重分配的依据。我们还发现，不同时存在于市值加权指数与基本面指数中的股票每年有近 10% 的收益率差异。戴维斯反复使用相同的 100 只股票进行不同指数的构建，这样的做法可能会降低基本面指数的有效性并高估市值加权指数的效力。然而，由于缺乏原始数据，我们的这一假设无法得到检验。

其次，基于四项指标均值所构建的基本面指数与戴维斯的四个单指标指数的平均收益相比，具有更高的收益、更小的跟踪误差、更低的换手率以及更高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信息比率。因此，表 7－4B 中的数据极有可能是被低估了。

再次，戴维斯的研究所选取的 100 家公司在 1940～1962 年是持续经营的，其中就存在来自“生存者偏差”的影响。然而，我们并不清楚这样的偏差具体会如何影响两种指数的相对绩效。

简而言之，戴维斯的研究结果表明了 1940～1962 年基本面指数的回报也是可观的，而且这一统计结果是显著的。戴维斯和我们研究的不同之处在于对原始数据的不同诠释。我们将在第十一章对这一观点进行深入讨论。

结　论

基本面指数方法在美国大市与各种不同的行业的长期优异收益足以证明：只要市场中存在定价误差，市值加权投资组合必定要遭受绩效拖累。然而，这样的绩效拖累是可以被基本面加权法消除的：基本面指数投资组合在大公司样本中每年可以增加超过 2 个百分点的年化收益，而在纳斯达克则达到了令人惊叹的 6 个百分点的超额收益。

在 46 年的投资期间，将同样一笔资金投入基本面大公司指数所得到的最终资产价值将会是投资于市值加权大公司指数的 2.3 倍。同样的，在 28 年的投资期间，投资于基本面小公司指数所得到的最终资产价值会是投资市值加权小公司指数的 2.4 倍。而在长达 36 年的投资期间，基本面投资组合产生的资产价值更是纳斯达克综合指数的 6 倍。

结果一次次地向我们证明，基本面指数是投资者明智的选择。对于那些不满意主动型基金管理者空洞许诺的投资者或者是那些害怕因投机狂潮盛行而造成市值加权指数可能包含过多估值过高的股票的投资者，可以开始考虑换个方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

跨越国界：全球基本面指数绩效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[在科学争论中]，激情与已有的实际信息量成反比。

——本福德的争议定律（Benford's Law of Controversy）

[物理学家及科幻小说家

格里高利·本福德（Gregory Benford）

在小说《时间景象》（*Timescape*）中提出]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要知道一个企业成功与否，我们需要考察它在本土之外的其他市场是否依旧能够成功。雷·克拉克（Ray Kroc）一天能在伊利诺伊州的德斯普兰斯卖出数以百计的汉堡包和奶昔只是一个小小的成功。在当今全球经济环境下麦当劳集团真正的成功在于其食品质量、服务质量、卫生保洁以及客户价值可以在全球范围内复制。在全球范围内，麦当劳集团已拥有合计3.1万家分店。与此同时，麦当劳的受欢迎程度足以证明克拉克的快餐连锁营销策略的成功。

我们也可以如法炮制对基本面指数投资策略的全球适用性进行检验，我们将在本章中就这一问题展开讨论。

全球市场

为了检验基本面指数投资策略在全球市场上是否可以消除源自市值加权法的绩效拖累，日本第一大证券经纪公司野村证券于2005年对基本面指数在23个发达国家和地区证券市场中的收益状况进行测试。由于缺乏可靠的全球分红数据，野村证券仅就价格收益率进行测试。尽管如此，基本面指数的优势仍然一目了然：1988～2005年，基本面指数在全球23个证券市场中的收益无一例外地高过相应市场中的所有市值加权指数（Tamura and Shimizu，2005）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在野村证券的原始工作的基础上，我们将测试期间延至2007年并采用了总收益数据对基本面指数在非美国市场的收益进行进一步测试。如表8－1所示，这一组测试结果同野村证券的原始研究结果极其一致。在这24年的测试期内①，基本面指数投资组合的年平均超额收益提高了260个基点。如果考虑到基本面的低风险，基本面指数的年平均超额收益提高到310个基点，并且在19个证券市场中拥有超过200个基点的α。另外，在这23个测试市场中，只有瑞士市场是一个小小的例外。

表8－1 23个国家（地区）收益率统计（1984～2007）

国家和地区	锐联基本面指数收益率（%）	MSCI收益率（%）	超额收益率（%）	风险调整后的α（%）	跟踪误差（%）	风险调整后的信息比率	α的t－统计量
澳大利亚	16.3	14.0	2.3	3.2	5.1	0.63	3.27
奥地利	17.8	12.5	5.4	6.4	9.7	0.66	3.44
比利时	15.5	14.0	1.5	2.3	5.6	0.42	2.17
加拿大	13.4	10.7	2.7	4.0	6.7	0.60	3.56
丹麦	12.7	11.2	1.5	2.6	8.2	0.31	1.68
芬兰*	15.8	14.7	1.1	5.1	20.3	0.25	1.59
法国	16.9	12.9	3.9	4.4	7.1	0.62	3.08
德国	13.8	10.9	2.8	3.8	5.8	0.66	4.28
希腊**	21.0	19.1	1.8	1.6	8.6	0.19	0.82
中国香港	22.2	18.6	3.6	3.5	6.5	0.54	2.66
爱尔兰*	17.6	9.6	7.9	8.6	9.1	0.95	4.50
意大利	15.4	13.1	2.3	2.4	5.6	0.43	2.08
日本	7.1	4.3	2.8	2.8	5.4	0.52	2.58
荷兰	14.0	12.8	1.1	1.5	6.6	0.22	1.09
新西兰*	7.2	6.8	0.4	0.4	8.7	0.05	0.20
挪威	17.5	13.3	4.2	4.3	6.5	0.66	3.23
葡萄牙**	13.2	9.2	4.0	4.6	8.3	0.56	2.64
新加坡*	13.1	9.6	3.5	3.6	6.5	0.56	2.50

① 并非所有国家（地区）都有全部24年的数据。一些国家（地区）在80年代时数据参差不齐。对于希腊、芬兰、爱尔兰、新西兰、葡萄牙、新加坡、西班牙而言，可用数据为18－20年不等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表 8－1

国家和地区	锐联基本面指数收益率（%）	MSCI收益率（%）	超额收益率（%）	风险调整后的α（%）	跟踪误差（%）	风险调整后的信息比率	α的t-统计量
西班牙*	16.8	13.7	3.1	4.2	5.1	0.82	4.36
瑞典	17.1	15.0	2.1	3.1	10.3	0.30	1.53
瑞士	11.6	12.0	-0.4	-0.2	4.3	-0.05	-0.24
英国	15.0	12.1	3.0	3.1	4.4	0.70	3.45
美国	14.4	12.4	2.0	2.7	4.7	0.56	2.90
平均值	16.5	13.9	2.6	3.1	2.9	1.07	5.52

*起始于1998年。

**起始于1989年。

资料来源：锐联资产管理公司。

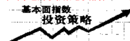
然而，我们发现这些超额收益在不同市场的结果差距甚大：如在爱尔兰市场过去20年的年平均超额收益率为7.9%，而在瑞士市场过去24年的年平均超额收益率则为负值（-0.4%）。对这一现象我们有如下几点解释。

第一，一些小型证券市场通常被一两家企业所主宰（如荷兰的壳牌和芬兰的诺基亚）。如此不成比例的分布加剧了指数间的差异性及结果的波动性。

第二，一些市场对于企业的预期增长持不同的态度。如，在1980年代初充斥着怀疑气氛的瑞士市场，人们不愿意为未知的企业预期增长支付任何溢价。如今，随着瑞士成为世界三大投机性投资对冲基金中心之一，这种文化已经在相当大程度上改变了。随着市场不断地为企业成长预期支付溢价，市值加权指数如鱼得水，而基本面指数策略则相对面临着压力。

第三，在统计过程中产生的自然离散现象可能导致测试结果出现异常值。或许，基本面指数在爱尔兰市场的实际收益并不如测试结果所示的那般巨大，其在瑞士和新西兰市场的实际收益却要高于我们的测试结果。图8-1向我们展示了基本面指数在23个发达国家（地区）市场1984～2006年的累计超额收益。在该图中，每一条线显示了基本面指数投资组合为投资者带来的优于市值加权投资组合的那部分收益。当代表爱尔兰市场的虚线超过200、300甚至更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多时，这意味着使用基本面加权投资组合的投资者的累计收益是持有市值加权投资组合的投资者所获的累计收益的两三倍甚至更多。

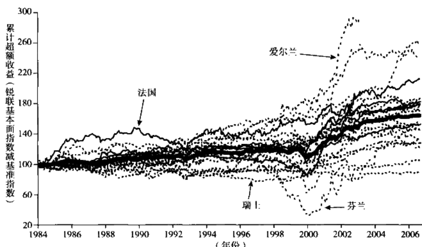


图 8-1 23 个发达国家（地区）市场的累计超额收益（1984~2006）

注：实线代表 G5 国家，包括法国、德国、日本、英国和美国；虚线代表其他国家（地区）。

资料来源：锐联资产管理公司。

图中实线代表了 G5 国家——法国、德国、日本、英国和美国；虚线代表了小国家（地区），中间的灰色粗线为平均值。从该平均值来看，基本面指数投资者在 24 年间累计了比市值加权指数投资者要多 72% 的资产总值。

统计学中的 t 检验是用于衡量测试结果的平均值与其不确定性之间的关系。这一 t 检验的结果可以帮助我们判断测试结果的可靠性。如果一枚硬币投掷 100 次中有 55 次是正面，那么我们可以认为这枚硬币是“公正的”，掷出更多次正面很可能只是运气。然而，如果在这 100 次抛掷中得到正面的次数为 80 次，对一枚“公正的”硬币来说，发生这种情况的几率小之又小。所以，在这种情况下，你极有可能是拿到了一枚“古怪的”硬币。在使用这枚硬币时，你应该不会想赌硬币出现数字吧！

金融领域通常接受 5% 或者更小的概率的误差作为显著性结果的接受门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

槛——即误差在5%以内的结果是可以被接受的。基本面指数在发达市场的绩效具有很强的统计显著性。在23个国家和地区中的16个（超过2/3）的绩效在经过风险调整后仍然表现出强劲的统计显著性。换句话说，基本面指数在每个国家市场的绩效仅有小于5%的可能性是凭运气随机获得的。由于这23个国家中有16个的测试结果皆通过了t检验，我们没有理由怀疑这一结论的正确性。

另外，检验结果表明，这23个国家和地区的平均收益结果（t检验为5.5）只有不到百万分之一的可能性是运气带来的。而基本面指数投资组合在23个市场中的22个市场里获得超过市值加权指数投资组合的绩效也绝对不是凭运气。基于我们在本章之初所引用的本福德的争议定律，我们相信这些结果都是强有力的。

多国型投资组合

一个基于基本面指数方法的由多个国家市场中的证券所组成的投资组合将会通过反热点和泡沫的交易调整国家权重，正如该方法在单一市场中对其中的投资热点所进行的反向交易一样。当我们合并不同国家的资产于一个国际化的投资组合中，或是创建一个涵盖整个欧洲国家范围的地区性投资组合时，我们发现复合型基本面投资组合的收益高于单一国家的基本面投资组合的简单叠加。

图8-2、8-3分别展示了市值加权与基本面指数投资组合中各国家市场的权重数据。相形之下，基本面指数投资组合中各国家所占比重区间更均匀且更具有稳定性。1989~1999年间的日本经济衰退使得市值加权指数中日本市场资产所占比例由1989年的51%急降至1999年的8%。而基本面指数投资组合的稳定性则可以帮助投资者平稳渡过这场金融危机。无论51%还是8%的分配方式都是不合理的，在我们通过世界营业收入、现金流、净资产和分红等与股价无关的经济指标为日本的公司赋权重时，日本市场在全球投资组合中的比重则被控制在13%~22%之间，避免了市值加权投资组合中大起大落的极端赋权重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

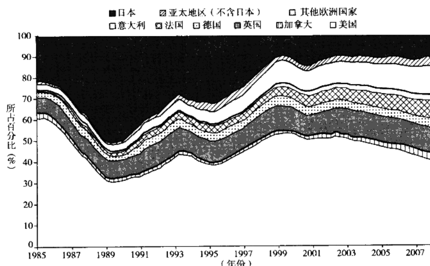


图 8－2　国家（地区）配置：市值加权投资组合（1985～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

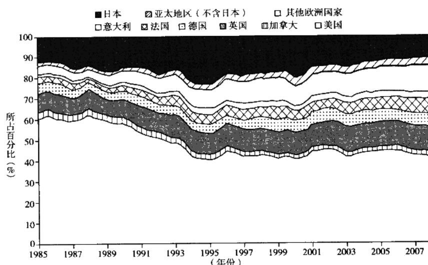


图 8－3　国家（地区）配置：基本面指数投资组合（1985～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面指数方法对国家权重所做的调整进一步提高了绩效。在 24 年的测试期内，我们的各单一国家的基本面指数绩效平均每年会超过市值加权法 260 个基点。当我们将样本数据扩大至由除美国外的其他 22 个国家（地区）所组成的锐联基本面全球（不含美国）指数并将其与市值加权投资组合的效益相比较时，我们发现两者的差距提高到了 330 个基点，可见国家权重重新调整带来了 0.7 个百分点的年化超额收益。

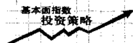
一份由 eVestmen Alliance 提供的关于共同基金的调查显示，一个能够取得超过市值加权全球指数年化收益 3.3 个百分点的投资组合是极其优秀的。截止到 2007 年 6 月 30 日的过去 10 年间，理柏全球大盘核心共同基金达到了 6.9% 的平均年化收益率，而 MSCI 欧澳远东指数（MSCI EAFE）的基准指数年化收益率为 7.7%。假设基本面指数在基准指数的收益基础上增加 3.3 个百分点的年化收益，这样一个投资组合将跻身全球共同基金领域排名的前五。这样的绩效对于主动型经理或选股高手而言尚属难能可贵，对于一个单纯机械化的简单指数来说，实在是非同小可。

新兴市场

机构投资者和共同基金投资者已对发达国家的证券市场进行了长期的深入研究。如果因为定价误差于小盘股市场的频繁出现而使得基本面指数在小盘股市场与纳斯达克股市中拥有很好的绩效，那么基本面指数将在存在巨大定价误差的新兴市场中获得更好的绩效。

举一个简单的例子：假设市场上有两只最终价值皆为 50 美元的股票并且这两家公司拥有相同的财务指标。如此一来，这两只股票在基本面指数投资组合中将各占 50%。假如市场错误地将两只股票分别定价为 40 美元和 60 美元，那么它们在市值加权投资组合中所占比则将分别为 40% 和 60%。换而言之，该市值加权投资组合中将有 40% 的资金分配于价值被低估的股票，60% 的资金分配于价值被高估的股票。如果这两只股票的价格在五年后恢复到其公平价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值，那么该市值加权投资组合的收益率将为零（其投入高估股票 60% 的资金亏损率为 17%，投入低估股票 40% 的资金获利 25%，正好互相抵消），而基本面指数投资组合将会获得 4% 的收益，或者说 0.8% 的年化收益。

现在，假设定价误差扩大为两倍，那么这两只股票的定价将分别为 30 美元和 70 美元。在这种情况下，市值加权投资组合的收益率仍旧为零，而基本面指数投资组合将会有 19% 的收益，或者说 3.5% 的年化收益。假设定价误差与公平价值无关，基本面指数的超额收益是与定价误差规模的增加成平方关系的。

新兴市场司空见惯的定价误差使得这一结果与基本面指数在新兴市场的适应性直接相关：如果存在于新兴市场的定价误差是发达市场的两倍，那么基本面指数的超额收益将可能从每年的 200～300 个基点增加至 1000 个基点。

直觉上说，一个改良的指数能够获得如此巨额的收益是令人难以置信的。图 8－4 展示了基本面指数在新兴市场取得高出市值加权指数的巨额收益，这一绩效差距与理论预期值是一致的。

新兴市场非凡的超额绩效值得我们深思：一个简单的机械化的基本面指数如何能够无须选择股票就带来超过 1000 个基点的超额收益呢？正如我们先前所提及的，基本面指数的成功要诀在于：其依据投资组合中企业的经济规模进行权重分配的构建方法能够使该投资组合避免由定价误差引起的回报拖累和追涨杀跌行为。

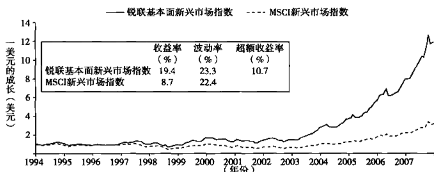


图 8－4　锐联基本面新兴市场指数绩效（1994～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个完全有效的市场环境下，股价等于该企业的公平价值，并且该股票的一系列价格上下波动都围绕其公平价值呈对称分布。然而，我们不得不怀疑有效市场假设的成立性。尤其是新兴市场中大量缺乏令市场有效运作的价格流动性及迅速的价格调整机制，而高昂的交易成本、股东权限以及财务报表真实性等限制因素对新兴市场的影响更是不可低估。由于流动资产相对于新兴市场而言还是个较新的理念，市场中投机现象的涌现将不可避免。此外，诸如政权交替、财产所有权纠纷以及战争等因素也会对新兴市场中的企业公平价值产生影响。

鉴于上述原因，许多投资者同意新兴市场无效的观点及定价误差的存在。然而，如果指数同总体新兴市场的绩效是一致的，那么所有的非指数资产组合（主动型管理者）将会有相同的收益率。当大多数人选择主动型管理以从市场无效中获利，当主动型管理者忙于炒作制造噪音时，基本面指数已经可以从噪音中轻松获利了。因此，选择基本面指数投资组合是更为简单而有效的投资方式。

一致性

在缺乏有效性的资产市场中，我们可以看到市值加权投资组合相较于基本面投资组合存在着更大的长期绩效拖累，并且这一绩效拖累的出现频率不断增加。图 8-5 显示了锐联基本面美国大盘指数、锐联基本面美国小盘指数、锐联基本面美国新兴市场指数以及锐联基本面全球（不含美国）指数与其所对应的市值加权指数的三年期绩效差额的对比情况。

将数据按照每三年期为一单位进行比较，我们发现锐联基本面美国大盘指数在过去 10 个对比期中有 7 个对比期拥有比市值加权指数高的回报。而在过去的 15 年内，我们发现仅有不到 3% 的主动型共同基金能达到同等水平的绩效。[1]

基本面指数投资组合在全球发达市场拥有更显著的绩效：88% 的概率拥有超

① 来自标准普尔共同基金数据库，由 Ibbotson Associates 提供。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过被广泛使用的 MSCI 欧澳远东指数的收益。另外，其在美国小盘股市场中有 99% 的概率获得超额收益，而在新兴市场中则始终拥有超额收益。这些惊人的超额收益皆来源于这些市场自身的特征：错误定价的高频率出现与误差的巨大。

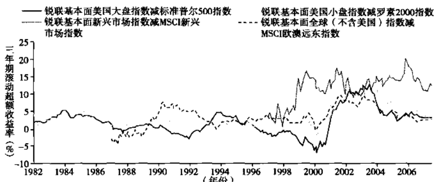


图 8－5　锐联基本面指数 vs. 市值加权指数：三年期滚动超额收益率

（1979 年～2007 年 6 月）

注：各指数起始日期如下所列：锐联基本面美国大盘指数（1979），锐联基本面美国小盘指数（1979），锐联基本面新兴市场指数（1994），锐联基本面全球（不含美国）指数（1984）。

资料来源：锐联资产管理公司。

是什么使得基本面指数策略在这些全球市场、美国小盘股与新兴市场的超额收益表现能够持续不断？答案很简单，除了定价错误问题在这些市场更为严重之外，定价错误问题出现的频率也更高。除了美国大型公司以外，个别股票价格被错估的频率越来越高，而众多价格被错估的股票，当它们的价格回归真实价值，就会大幅拖累市值加权指数的表现，长期来看，使基本面指数方法的表现看起来更为稳定可靠。

结　论

上述基本面指数在全球市场的绩效证明是有力的。此外，基本面指数投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合在各个国家市场的优秀绩效也足以证明基本面指数投资理念在全球范围的广泛适用性和灵活性。比如，一个欧洲投资者可以在其投资组合中使用基本面日本指数，反之亦然。

只有在投资者坚信全球证券市场缺乏有效性的前提下，基本面指数这一投资理念才能在全球范围内（尤其是新兴市场）不断深化。一个能在缺乏有效性的市场中为投资组合增加收益率的指数投资理念的建立是被动投资界的又一里程碑。然而，由于基本面指数投资组合中的权重几乎不受市场中的热点信息影响，基本面指数投资组合才能提供更高的回报。换言之，**该指数之所以能拥有正 α 是因为相对而言，市值加权投资组合的 α 为负值**。可以说，基本面指数提供了一个更优的市场 β 系数。我们将在第十四章就这一点作进一步的讨论。

指数投资最初仅在像美国大盘市场这样相对有效率的市场应用，而在像美国小盘市场或是新兴市场这样缺乏效率的市场则被避免采用。那些缺乏有效性的市场被认为是主动型基金管理者的领地，指数化投资通常是投资者在寻求优秀基金管理者无望后的唯一选择。然而，基本面指数方法于小盘股市场和新兴市场的测试结果有可能扭转这一趋势，甚至可以说基本面指数策略在缺乏效率的市场中将成为首选。

我们在将基本面指数扩展至全球市场的研究中发现市值加权指数的负 α 的普遍存在，而且基本面指数投资组合的强大优势几乎存在于所有的市场中。而消除回报拖累的秘诀其实很简单，只需要消除定价错误与股票在投资组合中权重之间的联系。基本面指数通过企业经济规模进行权重配置的方法是第一个具有规模化、流动性的投资理念，而且更公平合理地依据经济规模确定权重。在第十三章，我们将会进一步讨论这些定价错误对投资组合未来收益的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

理论把业界人士引入歧途吗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论上，理论与实践没有差别；实践中，两者确实存在差别。

——纽约洋基队传奇捕手

约吉·贝拉（Yogi Berra）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面指数投资理念是简约的并已被历史数据证明是行之有效的。然而，让人们感到疑惑的是，该理念在标准普尔 500 指数发行 50 年之后才出现。究竟是业界被理论所蒙蔽，还是像《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志所讲的那样，被“过度迷信”所困?[①] 理论清楚地解释了这个世界应该如何运作。通常情况下，从纷繁复杂的真实世界中抽象出来的最好的模型和理论都能给我们提供定性的洞见和定量的指导。然而，没有哪一个模型或理论可以将充满矛盾、情感以及反常行为的真实世界表达得淋漓尽致。

许多著名的物理学案例充分说明了理解新假设的重要性与忽略这些新学说可能导致的后果。伽利略关于自由落体的实验就是一个很好的例子：亚里士多德认为重的东西会比轻的东西降落得快并用石头和羽毛作为例证。这一假设在近两千年的时间里未受到任何检测而被广泛接受。而伽利略则认为所有物体无论其重量大小都将以相同的速率下落，为了证明这一点，他从比萨斜塔上扔下了许多不同重量的物体进行试验。[②] 后来出现的牛顿万有引力定律成为伽利略的观点的理论证明：轻重不同的两个物体在地球的引力场中做自由落体运动都将获得相同的加速度，因此它们将同时着地。

尽管亚里士多德、伽利略和牛顿的构想在他们各自的假设条件之下都是完

① 标题是由《机构投资者》杂志所选定的，不过我们认为这个标题很贴切。
② 这个故事可能是杜撰的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美的，但这三种理论在现实生活中的实践结果往往与其理论结果存在差距。试想扔下一个保龄球和一片羽毛：不论你重复这个试验多少次，保龄球都会大大早于羽毛落地。当然其中的原因是空气对羽毛的摩擦力作用减缓了其降落的速度。这么一个简单的实验也从一个侧面反映出了牛顿万有引力定律的局限性。

许多金融界投资人士及学者试图在面临现实数据挑战时维护他们所坚信的理论。例如，最常用的资本资产定价模型：该模型阐明了风险和收益之间的相互作用关系。然而，基于该模型的量化预期值往往与实际测试结果相去甚远。由此可见，我们不应该坚信在任意情况下资本资产定价模型所做出的预期都是正确的。

主动型策略前景

指数投资的拥护者对于基本面指数被说成“指数”表示反对，对于基本面指数被认为是“被动型”投资策略更是表示极大的愤慨。许多类似的争议不过是语义学上的问题：我们应该怎样定义“指数”和“被动型”？我们翻遍了字典，也没有看到在“指数”或“被动型”的定义中提及“市值加权”。

从实用性来定义，指数就是一个客观的、公式化的、透明的、历史上可复制的并具有低换手率的投资组合。基本面指数投资组合就符合这些标准。如果使用资本资产定价模型的标准对指数进行纯粹的定义（如果它不是市值加权的，它就不是一个指数），那么我们的基本面指数投资组合将不再是一个“指数”。有趣的是，在我们引入基本面指数的概念之前，并没有人对于标准普尔 500 等权重指数或是价格加权的道琼斯工业平均指数被称为“指数”表示怀疑。

我们认为许多的争议源自构建指数的遵循原则上“基本的”差异：一个是单纯用市值来构建指数，另一个是用经济数字的世界观。例如，由于股票市场是市值加权的，所以要衡量这个市场的绩效就必须使用市值作为权重配置的标准。然而经济体系不是市值加权的，所以要立足于公司经济表现上来衡量股票的表现，我们必须用比公司市值更具代表性的经济指标来作为权重配置标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准。市值加权相对于市场是完全中立的，而基本面指数投资组合则相对于上市公司的经济规模来讲是中立的。

究竟哪一种方式才是正确的指数构建方式呢？就单一理念本身的假设及定义来说，该理念自身就是一个不存在任何结构性偏差或风格倾向的合理的指数构建方式。

市场通常会为一些有着预期高于其平均增长的公司支付较高的溢价，而为一些预期低于其平均增长的公司实行折价。相对于整体经济而言，以市值进行赋权的股票市场是明显偏好成长型股票的。而基本面指数投资组合则忽略公司的估值倍数、股价或是未来收益预期从而显得更加中立。

事实上，基本面指数投资组合相对于大盘来说是偏向价值型股票的。当大盘增加为未来预期成长支付溢价时，基本面指数投资组合将会显示出更强烈的价值型偏好。

究竟哪一种投资方式更为“主动”呢？答案是相对而言的。除非需要改变指数中所包含的公司名单，在一般情况下市值加权指数投资组合不需要进行太多的交易。但是当股价由于投资倾向、期望值的改变或者市场投机行为的涌现而发生巨大波动时，市值加权指数投资组合中各股票所占比例将会发生巨大变化。相形之下，基本面指数投资组合中股票的权重则随着各公司经济规模的渐变而渐变。然而，当股价偏离基本面指标的目标价格时，基本面指数投资者则需要进行更多的反向交易。

简而言之：

- 从投资于股票的市场为中心的角度来看，以公司的经济规模指标为依据进行投资组合平衡交易的基本面指数是一个具有价值型偏好的主动型管理策略。
- 从投资于公司的经济为中心的角度来看，基本面指数投资是一个中立的理念，而市值加权法则因其投资组合权重具有相对较大的波动性而被视为一个主动型管理策略。

从它们各自的参照系出发，两种观点都是正确的。我们不能断言哪一种方法是正确的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市值加权的起源

标准普尔500指数自1957年发布起便将其目标定为反映整体股票市场的绩效。该指数的前身在1926年仅包含了90只成分股，还欠缺市场代表性。到了1957年该指数重新编制时，它的成分股增至500只，在所有纽约证券交易所交易的股票中，标准普尔500指数大约占总市值的80%（基于市值加权）。[①] 因为涵盖面广，新的标准普尔500指数更确切地体现美国整体股市，这也是编制指数的目的所在。

假如在1957年那会儿，有人能持反对意见，提出另外一个方法，这个力排众议的委员应该会说："根据市值来配置股票权重虽然能有效地代表整体市场，但却没办法代表整个市场股票的平均值。而且，这份含有500只股票的市值加权清单中，大多数都是高股价或是高估值倍数的股票，且都集中在成长型公司，而不是整个经济体。"他还会说："这个指数将会追逐热点和泡沫，而且如果某公司股价翻倍，我们对这家公司的持股也会翻倍，还是在价格已经上扬之后。为什么我们要将大多数资金投向那些价格飙升或是以较高估值倍数定价的公司呢？我们可以放心地将资金投向这些价格和价值有极大误差的公司吗？"

如果这些意见在1957年的圆桌会议上被提出来，那么很有可能标准普尔将会以基本面理念作为500家公司权重设计的依据了。如此一来，基本面指数也不会在当下引起这么多的争议，而市值加权指数则仅仅会因为其长期的欠佳效益而吸引学术界的关注。

也许这样的怀疑论调会被漠视，反驳的人可能会说："我们的指数是股市的晴雨表。达到目的的唯一方法就是用市值来赋予权重，因为整个市场是市值加权的。没有人会想要这样投资，你所讲的那些方法，都使它看起来不像是个投资组合。"于是，标准普尔500指数便诞生了，而且这些假想的基本面加权

① 截止到2007年底，标准普尔500指数约占美国股市总市值的75%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥护者也从来没有出现过。

如果一个投资者选择采用随机分配权重的方法来构建他的投资组合，那么被大市值股票占据的市值加权指数将不会是一个恰当的对比基点。另外，由于均值在这种情况下会带有显著的偏差，统计学家往往试图用“中位数”作为衡量参数。[①]

如果标准普尔 500 指数委员会成员在 1957 年认识到该指数会从市场回报的一种衡量方法逐渐转型成为一个市场基准，并最终演变成一个投资组合，那么过去 50 年的金融市场历史将会变得非常不同。

通过理论确认市值加权法

当标准普尔 500 指数于 1957 年开始发布时，投资组合的风险仍然是由“经验与道听途说”所决定的，如同彼得·伯恩斯坦，《与天为敌》（*Against the Gods*）的作者，在《金融分析师》的文章（Bernstein，2005a）中所提到的一样。然而这种情况在 20 世纪五六十年代有所改变。1952 年，马科维茨提出了现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory，简称 MPT），该理论证明了集合许多相关性低的风险性资产将会降低整个投资组合的风险（Markowitz，1952）。这个如今已成为常识的理论在当时看来是极具革命性的。基于这一理论，投资者仅需考虑预期收益率、预期标准差以及个股间的相关性这三个参量来更有效地对他们的资产进行投资分配。

通过均值—方差的优化或是“二次规划编程”所构建的具有不同风险及收益率的投资组合构成了一个“有效边界”。此外，尽管其中蕴含的数学计算方法在商用计算机未普及的 20 世纪六七十年代并没有得到诠释，马科维茨依

① 在测量样本的中央趋势时，“中位数”往往是更好的衡量参数。中位数的计算也就是找出哪个数值落在测量样本范围的正中间。工资通常以中位数来衡量。公司或行业中少数几个成功者的高工资会使简单的“平均值”远远高于一般人的工资。在这种情形下，高工资被认为是异常极端值，它可以使简单的平均值带有显著的偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旧向投资者展示了如何在最大限度上分散每个证券市场投资组合自身所携带的风险（稍后被夏普和其他人认为是“非系统性风险”）并仅保留了市场本身所具有的风险（“系统性风险”）。

有效市场假设于1950年代末期问世。该理论指出，在“看不见的手”掌管下的资本市场中，任何一种股票的价格早已反映了所有可影响股价的信息，并且投资者不能通过他们的投资策略获得任何超额收益（Samuelson，1965；Fama，1965）。换言之，如果有效市场假设是正确的，那么投资者将不能通过股票选择而获得超额收益。相应的，没有任何个股的基本面分析或技术分析能够帮助投资者获得任何超额收益。

在马科维茨的理论发表12年后，也就是标准普尔500指数发行仅仅7年后，夏普和杰克·特雷诺提出了开创性的理论，对市场均衡和资产定价之间的联系进行描述。这个理论就是资本资产定价模型。[①]“市场供求平衡的投资组合”（market clearing portfolio）在这个模型中被发现。该投资组合是一个市场供需关系平衡下的市值加权投资组合。风险总是与收益相伴，对于同一投资组合而言，最好的高风险投资组合就是对其杠杆化后的组合，而最好的低风险投资组合则是其与现金的结合。投资者最优的股票投资组合是市值加权的指数，其他的投资组合是不明智的。[②]

资本资产定价模型认为，任何股票的预期收益仅与其市场性或者是系统性风险相关（即我们通常所说的β系数）。理论上讲，高β系数意味着投资者要承担更大的市场风险从而获得更高的预期收益。相应的，低β系数则意味着较低的市场风险及较低的预期收益。这样看来，任何与这一市场投资组合不相关的风险都不会给投资者带来任何收益。

不论是经典的资本资产定价模型还是有效市场假设都无法精确地反映现实

---

① 资本资产定价模型是在20世纪60年代中期提出的。虽然约翰·林特勒（1965）、杰克·特雷诺（1962）和简·莫辛（1966）分别独立推导出了自己不同的版本，资本资产定价模型还是在很大程度上归功于比尔·夏普（1964）。

② 用金融界术语来说，这是一个马科维茨框架中所说的在有效边界上的均值—方差有效投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场。大多数经济学家、金融界人士和学者，**包括这些理论的创始人**，都认为资本资产定价模型和有效市场假设都只是一个抽象的概述而非百分之百正确。金融理论能通过基于简单假设的模型为我们提供一些强有力的解释。这些理论的存在不仅使得我们可以跳过对复杂系统的检验而理解市场运作的规律，也让我们在面对与理论相悖的数据时不用感到烦恼。

不幸的是，简单的假设是不能够完全反映现实的。因此，一些基于理论的量化预期只不过是对市场运作的揣测罢了。

世界上最好的金融学家在承认他们的理论在实际运用中的局限性的同时，也指出这些理论被滥用的现象，直言不讳。例如，资本资产定价模型就包含了一系列假设，而这些假设忽略了一些在现实环境中存在的事实：

- 资产交易过程中不存在税收及交易成本。
- 所有投资者都是理性的并且可以获取所有相关企业信息。
- 所有投资者只关心预期风险、收益以及他们投资标的的相关性（金融学的说法是，遵循“均值—方差”原则），而忽略其他因素（例如企业的社会责任）。
- 所有投资者都可以按无风险利率无限制地贷款。
- 放款人愿意出借——无限制地——给任何贷款人。
- 无风险利率是被精确定义的、被所有投资者认同的。
- 所有投资者都拥有同样的效用函数。
- 市场是有效的：价格等于公平价值。

在这些假设成立的前提下，资本资产定价模型是一个强有力的工具。然而，这些假设中没有一个在现实市场中成立。包括夏普在内的大多数顶尖的学者在资本资产定价模型问世的初期就明确指出了该模型在实际运用中的局限性。

比如第三个假设认为，所有投资者仅仅根据基于“理性预期”的个股的收益率及其相应风险来进行投资组合选择。在这个理性的世界里，假设没有税收，股东将不会在意公司是否施行分红、股票回购或是收益留存等政策。而是否持有一只股票将仅仅由该公司投资优势决定，而非由其营业收入或者所承担的社会责任所决定。会赚钱的军火制造商或是贩毒的企业，也只看它们会不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



赚钱。在这一假设下，所谓的理性投资者将不在乎股票在组合中的排名而只关心该股票是否能提供最高的风险调整后收益率。

那些认为模型的预期总能在现实中兑现的投资者总会因为遵循这些假设进行投资而导致较差的绩效。行为金融学的相关研究成果表明，当一只股票出现亏损时，投资者往往不愿将其出售而希望该股票在近期内可以扭亏为盈（Statman，2005）。同样的，即便分红政策直接影响企业的未来收益成长及其股价，投资者往往对该政策不会给予太多的关注。[1] 更进一步，价值 2 万亿美元的公益性投资组合中的股票筛选明显就不仅仅是基于风险与收益率来进行选择的。在资本资产定价模型中，投资者对于公司的社会、环境或宗教问题是不感兴趣的。另外，在"均值—方差"的预期中，每一季度的最后几天与其他交易日也不存在任何区别。然而，在实际市场中，美国全国广播公司财经频道（CNBC）在每季度的最后几天总会频繁地报道大部分共同基金会的季末组合重整。

同类型投资组合和债务状况这两个因素也会对投资决策和风险承担产生显著的影响，然而资本资产定价模型并没有考虑到这两个因素所带来的额外风险。同类型投资组合这一因素已得到咨询专家和金融顾问的长期关注。同时，这一因素为投资组合带来的风险也是我们需要最大限度地降低的。一项针对 19 家固定福利养老基金的研究表明，这些投资组合在实现同类型投资组合群体风险最小化的同时，却引入了更大的波动性以及资产与债务间的不匹配问题（Arnott，2004）。

2000～2002 年基金经历了灾难性的惨淡收益之后，基金经理更加注重养老基金投资组合中的资产收益率与基金负债额之间的匹配情况。在资产/负债匹配框架下，长期债券通常与养老金计划的长期债务相匹配。如此看来，这类债券的风险是最小的。但是在"均值—方差"的框架中，除非我们基于资产/负债的不匹配来重新定义风险，否则长期债券相较于短期债券将拥有更高的年化标准差。图 9－1 表明了长期债券是如何从低风险的资产类别被划分为

① 事实上，分红比率越高，随后的收益增长也越快（Arnott and Asness，2003）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高风险的资产类别的。绝对收益性投资者将会仅关注图中的左边部分，但是养老基金会则会选择右边部分。然而，**并不是每个投资者都有相同的风险承担能力**。我们将在第十二章就这一点展开进一步论述。

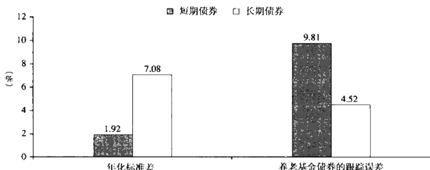


图 9－1　对投资者不同风险偏好的衡量（1997 年 9 月～2007 年 9 月）

注：短期债券由雷曼兄弟 1～3 年期政府债券/信用债券指数（Lehman Brothers 1－3 Year Government/Credit Index）代表，长期债券由雷曼兄弟长期政府债券/信用债券指数（Lehman Brothers Long Government/Credit Index）代表，债券运用 Ryan Liability Index 进行计算。

资料来源：锐联资产管理公司，原始数据出自 eVestment Alliance。

资本资产定价模型历经 40 年的实证结果

基于如此多的证据质疑资本资产定价模型的基本假设，我们不得不承认该模型对于股票回报的解释是不充分的。一些学术研究已掌握充足的证据反驳了该模型的结论。研究表明，事实上，高 β 值的股票绩效远不如那些低 β 值的股票绩效。图 9－2 展示了其中一组分析：在 1928～2003 年的美国证券市场中，股票的 β 系数与该资产收益率之间并不存在任何关系。

由于资本资产定价模型所基于的各项假设在实际中并不能得到满足，该模型是没有办法对市场中的资产定价做出合理解释的。与此同时，该模型的基本理论也是存在漏洞的。马科维茨在资本资产定价模型发表 40 年后指出："如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

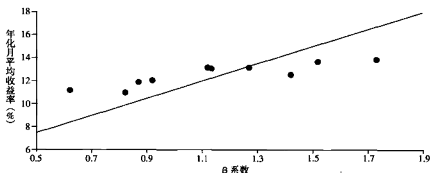


图 9－2　资本资产定价模型实证结果：β 系数和股票绩效

资料来源：Fama & French（2004）。

单个股票的价格是有效的，那么市场投资组合从均值—方差的角度来讲必然是无效的。所以在这个资本资产定价模型定义的市场下存在的局限性必将导致一个无效的市场投资组合。”（Markowitz，2005）夏普在其 1970 年出版的书中也花了不少篇幅强调这一问题。有这么多实证结果和理论上的证据，为什么业内人士却还是坚持认为市场投资组合能够有效地在每一单位风险下提供最高的回报？是他们天生顽固、刻意忽略或是天性懒惰，还是为了他们自己的利益？我们不知道这些问题的答案，不过我们可以了解到，这些理论的创始人都承认他们的理论只不过是现实世界的估计而已，而他们的结论也仅仅是大概正确而已。

奥卡姆剃刀

许多偏离理论所预期的现实数据往往让人们对那些经典金融理论表示怀疑。比如，中、小盘股票在过去 80 年一贯拥有比大盘股票还要高的收益率。又如价值效应：那些拥有低市盈率、低市净率、低市销率以及高分红率的价值型公司往往拥有比成长型公司更高的收益率。又如长期范围内的均值回归现象：虽然短期内收益高的股票有维持其优秀绩效的趋势，但一旦我们将时间范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围拉长，这些高收益的股票的价格将下跌，而曾经在谷底挣扎的那些股票的价格则飞涨。再如一月效应：股价（尤其是小盘股票）总在1月初的那几天呈现显著的上升势头。另外还有如图9－3所示的规模效应。



图9－3 规模效应：三年期滚动收益率（1926年～2007年6月）

资料来源：锐联资产管理公司，原始数据出自 Kenneth French（http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/）。

在自然科学领域，许多研究者总是竭尽全力对他们的理论进行反复推敲并进一步完善。而在金融学界，但凡出现与理论相悖的数据都会引起学术界过激的反应。金融学界的学者往往本着对理论的信仰认为一切与理论相悖的数据都是错误的——这些学者不愿意承认理论的错误，转而通过建立其他关于隐藏风险因素的假设与复杂的公式企图解释小盘股溢价、价值效应、二者间的关系以及均值回归现象等。

“奥卡姆剃刀”原理的发明者奥卡姆是14世纪的一位逻辑学家、修道士，他的理论陈述了“如无必要，去除繁杂”这一原理。[①] 我们秉承这一理念找到了能够解释诸多市场存在偏差现象的简单原因：定价误差（Arnott and Hsu，2008；Arnott，Hsu，Liu and Markowitz，2007）。

① 这句名言本来很长，而爱因斯坦对它作了简化。另外，我们又不禁想到爱因斯坦的另一警句：“有两件事是无限的：宇宙和人类的愚蠢，而我对前者不敢肯定。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定价误差的存在直接影响了资本资产定价模型和有效市场假设下的一切假设的成立性。如果我们将股价看做由“公平价值”和“误差”两部分组成，那么长期以来的股价变化恰恰反映了投资市场企图将股价调整为“公平价值”的现象。由于我们无从得知一只股票如今的“公平价值”，这样一个调整过程是需要很长一段时间的。而这一调整过程的完成必将掀起新一轮的价格波动。

许多投资专家和学者认定定价误差的存在并在此基础上提出了以下观点：市场中存在的所有限制，不论是来自投资者行为、代理商行为还是被现实世界的成本和消费者需求的差异所驱动，都会阻碍信息对价格的影响和市场对个股“公平价值”的发现过程。因此，市场中存在的限制很有可能导致股价与其公平价值之间差距的不断扩大。

对于定价误差存在的假设可以帮助我们解释许多业内的异常现象。例如：那些股价在其公平价值之上的股票的最终收益将因为定价误差的调整而减少，而这些股票往往拥有较高的市值和估值倍数，并且其价格在一段时间内具有一定的上升惯性。

- 规模效应：估值过高的股票将会过多地出现在大市值股票中，并且其长期表现会较差。
- 价值效应：估值过高的股票将会过多地出现在有高估值倍数、低分红率的成长型股票组合中，并且其长期表现将会较差。
- 均值回归现象：估值过高的股票在股价达到其高峰后往往会回落。
- 回报拖累：估值过高的股票将会在市值加权指数中占据较多的权重，从而导致绩效拖累。

如果我们的样本（例如价格）存在随机误差，那些离群的数据点所携带的将会是反向误差。依据先前的论证，可以看出，**任何一种忽略价格的加权法**将会获得更好的经过风险调整的收益。因此，基本面指数方法相较于我们先前所讨论的任何一种加权法（如等权重法）而言都是一种更为优秀的方法：这种加权法为我们构建了一个极具市场代表性、低换手率以及无绩效拖累的完美投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论：理论和专业

我们并不愿意“猛烈抨击”那些金融理论界的泰斗，我们必须承认他们为我们更好地理解市场的功能和行为作出了巨大的贡献。然而，在一定程度上，我们反对市场中所存在的对理论模型的滥用及混淆现实与理论结果的行为。

投资顾问和理财师的职责是为他们的客户取得最好的收益。当我们将定价误差添至已有的定价模型中时，蕴含其中的数学方法就会变得非常复杂。因此，学术界仍然偏向忽略定价误差的存在。

标准普尔 500 市值加权指数最初并不是被设计来作为投资策略的。设计者看到这个指数被拿来这样用很有可能会感到震惊，因为这意味着我们会在股票飙升之后持有更多，而在股票大跌之后卖掉更多。这个指数原本只是用来衡量股市的绩效表现，而其他的用途慢慢地被发展，先是作为投资经理和投资策略的评比标准，更进一步地（当那些经理和策略都被发现是失灵的）市值加权指数本身就变成了一个投资策略。

我们现在可以清楚地认识到：过高赋权重于价值高估的股票和过低赋权重于价值低估的股票这一现象在指数基金投资中并不是不可消除的。有了基本面指数投资理念，我们不需要再承受由市值加权所带来的绩效拖累了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

对基本面指数的批评：投资风格和规模倾向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有什么比我们对自己工作成果的评估更具有欺骗性。我们受惠于“评论者”对我们的缺点所做出的批评远胜于朋友友善的反馈。①

——达芬奇

① 达芬奇用了“敌人”这个字眼。我们更倾向于用“评论者”这个词，因为许多基本面指数概念的批评者是我们的朋友，甚至是导师。2001 年的一天，在罗伯特·阿诺德和杰克·博格尔共进晚餐时，博格尔鼓励阿诺德成立锐联资产管理公司。毕竟，当年博格尔成立先锋公司的时候和阿诺德年龄相仿。事实上，阿诺德甚至视博格尔为他的榜样之一，而且视基本面指数的概念为博格尔传奇的一种重要延伸。克利夫·阿斯内斯和罗伯特·阿诺德合作撰写的论文登载在《金融分析师》杂志，并获得了 Graham & Dodd 奖。马尔基尔是锐联资产管理公司的咨询顾问之一，他就投资组合的换手率和基本面指数构建方法问题给我们提出了宝贵的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面指数方法在基金经理、学术界和其他参与投资的专业人士之间引发了相当多的关注和争论。通常，对于有既定偏好的愿意保持现状甚至是卫道士式的竞争者的怀疑，我们是不予以讨论的。这并不在基本面指数辩论的范围内。投资界的许多精英人士，包括先锋集团的创始人杰克·博格尔、普林斯顿大学教授暨《漫步华尔街》的作者伯顿·马尔基尔、对冲基金经理克利夫·阿斯内斯以及哈佛商学院教授安德烈·帕洛德，提出了许多有价值的批评意见，而这些批评和建议帮助我们从不同的视角去获得专家的理解，并且最终获益于基本面指数。

在本章中，我们列举与基本面指数相关的主要的批评，其中最常见的批评包括：基本面指数策略仅仅是对小盘价值型投资组合进行了重新包装。

仅倾向“价值”

有批评者声称，基本面指数策略获益于它是价值型指数。他们引用了大量的学术研究成果来证明价值溢价的存在：有较低市净率及较高分红率的股票从长期来看有更好的绩效。我们并没有否认价值型投资组合相较于市值加权投资组合在大多数市场会有较高的回报，我们也不否认基本面指数策略的结构相较于市值加权投资组合更倾向于价值型股票。事实上，我们可以从一个不同的角度来解释这个问题：市值加权投资组合有明显的成长型偏好，该组合偏爱那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过了平均成长预期的公司，而市场则为这个预期付出了数倍的溢价（相对于其经济规模而言）。但是成长型倾向的本质是什么？是带着大盘变动的预期和偏好从一个行业变动到另一个行业，从一个公司转移到另一个公司，而这些变动是否蕴含更深层的经济意义呢？这些溢价倍数往往超出随后事件所能解释的范围，这意味着该投资组合不会因为其成长型倾向而获得更好的表现。

我们可以用两只假设的股票来证明市值加权投资组合的结构性增长导向。假设两个公司在以营业收入、净资产、现金流来衡量的基础上具有相同的经济规模，但是它们的市值有差异。其中一个公司因为其近期出众的经营绩效，导致了投资者对其未来成长的高预期，所以其股票以市场估值的两倍进行交易；另一个公司遭受了严重的盈利阻碍，因而以市场估值倍数的一半进行交易。即使两者是相同的，**市值加权指数将会为前者赋予两倍的权重，而为后者赋予一半的权重。**

这将导致市值加权投资组合相对于公司经济规模出现了结构性的成长型偏好。当然，成长型股票比衰退型股票有更好的估值倍数，这是因为这些公司预期会更快地获得收益，进而为股东创造更大的收益。事实上，市场早已将这些预期当成了既成事实并提前为那些预期进行了支付。在有效市场中，市场将会对公司未来有正确的预期并为其提前支付正确的价格，从而使未来成长型股票和价值型股票可以获得相同的风险收益。

相反，基本面指数投资组合对于经济而言是中立的。它以公司目前的经济规模基础为其赋权重，所以它不会具有成长型倾向，也不会结构性地过多或过少赋权重于那些价值被高估或低估的公司（相较于以其公平价值赋权重而言）。**在有效市场中，对于价值型或是成长型的偏好并不会给一个投资组合带来任何优势或劣势。**

从经济学角度出发，市值加权投资组合有成长型倾向，而基本面指数投资组合是中立的。从以市值为中心的角度来看，基本面指数投资组合有价值型倾向，而市值加权投资组合是中立的。如表 10－1 所示，以营业收入赋权重的基本面指数策略会给各公司相等于市值权重除以市销率的权重。而这就是纯粹的价值衡量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10－1 基本面指数权重与价值衡量标准

权重
锐联基本面指数——营业收入权重＝市值权重/市销率
锐联基本面指数——净资产权重＝市值权重/市净率
锐联基本面指数——现金流权重＝市值权重/市现率
锐联基本面指数——分红权重＝市值权重×分红

资料来源：锐联资产管理公司。

但是，基本面指数投资组合的价值倾向性是动态的。市场愿意为成长型股票所支付的溢价越大（通过价格/营业收入来衡量），以营业收入为加权依据的基本面指数投资组合所投入的价值赌注也越大。因此，当市场为未来预期支付较高的费用时，价值赌注也会越大，而当市场为未来成长支付较少的溢价时，价值赌注也就较少。

批评家忽视了成长型和价值型不是公司本身的类型，而仅仅是市场愿意为公司支付溢价或折价的估值倍数的反映。所以，成长型和价值型公司的名单是在不断改变的。当前属于成长型的股票可能在未来成为价值型的股票，反之亦然。市场对于成长的预期是不断变化的。与此同时，随着预期的变动，价格相对于公司的经济规模也在变动。

罗伯特·希勒（Robert Shiller）于1982年指出，股票市场相较于基本资产真实价值更具有波动性。股票价格应为未来公司红利折现，而因为市场反应导致股票价格的波动要远大于未来公司分红的变化。这意味着，要么是未来分红增长的预期如弹簧般上下波动，要么是对增长预期的折扣率如弹簧般上下波动。同样，这也适用于单只股票。当一个公司进入了成长型的阵营，那就意味着它相对于其他公司的平均分红折现率有很大的变动吗？或者是成长的预期改变了？因为一家公司相对于其他公司的分红折现率的改变没有任何经济学意义，也就意味着这家公司的成长预期改变了。

估值倍数也不服从随机分布，它的分布是遵循均值回归的。这就意味着当估值倍数高的时候，它趋向于回落，当估值倍数低的时候，它趋向于上升。在一个有效市场，随着一个成长型公司成功地与预期相吻合，它的估值倍数将会减小，以至于它的长期回报与预期相匹配。但是在一个非有效市场中，估值倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数将会与其真实价值相背离。基本面指数投资组合反向交易于那些市值加权投资组合中权重大的公司、行业、投资风格甚至国家。基本面指数策略总是动态地变动——价值倾向性或者是其他的“赌注”——带来巨大的增值效果。

尽管基本面指数价值倾向的程度将会波动，但从价值的连续性上来讲，这种波动对于决定基本面指数投资组合平均落点的位置是有用的。平均价值的偏差可以使用标准投资风格来衡量，这种方法是首先由比尔·夏普发明的。该方法衡量了投资组合“跟踪”预先设置好风格的投资组合的集中程度。[①] 图 10－1

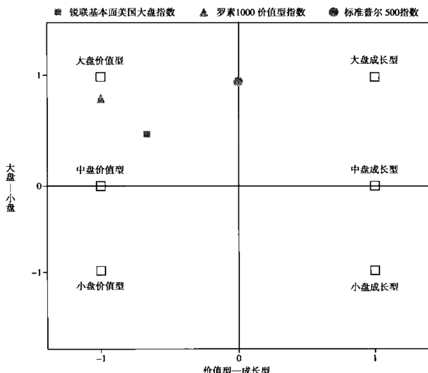


图 10－1　美国股票市场风格图：自成立之日起均值

资料来源：eVestment Alliance eA-MPI Style Analysis。

① 夏普（1988）采用的技术是所谓的二次优化法。这种方法将投资组合和事先决定了风格和规模的指数进行收益上的比较。如果投资组合的收益和罗素 2000 价值型指数类似，而与罗素 1000 成长型指数大相径庭，那么这个投资组合就被归类为小盘价值型指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示了锐联基本面美国大盘指数、罗素 1000 价值型指数和标准普尔 500 指数的投资风格。纵轴反映了公司规模，最底端规模最小，最顶端规模最大。水平轴显示了投资组合的投资风格，左端是价值型的而右端是成长型的。

按照这个分析思路，标准普尔 500 指数在成长型和价值型上是中立的，而在规模上是倾向投资于大公司的。不出意外地，锐联基本面美国大盘指数在价值倾向性上超过标准普尔 500 指数 50%，介于标准普尔 500 指数和罗素 1000 价值型指数之间。这个结果是可以预想到的，因为投资风格就是与其投资倾向紧密相关的。此外，锐联基本面美国大盘指数介于标准普尔 500 指数和罗素 1000 价值型指数之间也是正常的，因为罗素 1000 价值型指数剔除了大部分的成长型股票。同罗素 1000 价值型指数不一样的是，锐联基本面美国大盘指数包含成长型股票，但是其权重赋予则是基于它们现在的经济规模而非市场预期的将来的经济规模。

如果锐联基本面美国大盘指数展现出罗素 1000 价值型指数一半的价值倾向性，在长期内，它将平均获得一半的价值溢价。图 10－2 显示了锐联基本面美国大盘指数相较于罗素 1000 价值型指数和标准普尔 500 指数的绩效表现。这些数据的确存在长期价值溢价，在过去 29 年里，罗素 1000 价值型指数每年的绩效都超过标准普尔 500 指数 80 个基点。如果如批评者们所揭示的那样，基本面指数的优势仅仅是因为它的价值倾向性，它的溢价应该是罗素 1000 价值

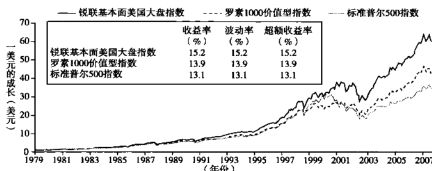


图 10－2 锐联基本面美国大盘指数与标准普尔 500 指数及罗素 1000 价值型指数（1979～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



型指数的一半，或者大约40个基点。而事实上锐联基本面美国大盘指数的溢价超过罗素1000价值型指数两倍——**高达210个基点**。如果一半的价值型倾向——罗素1000价值型指数的一半——增值却超过罗素1000价值型指数的一半，那么其170个基点的价值增加必定是其他原因所致。根据以往的经验，价值增加中的大部分是来自股票选择、投资风格或者是行业。显然，不仅仅是传统的价值溢价在起作用。

如果基本面指数投资组合与市值加权投资组合相比具有价值倾向性，那么它将会尽力偏向于价值型股票，而且将会面临市场偏爱于成长型股票的压力。事实上，如果我们处于一个强劲的成长型市场（该市场成长型股票比价值型股票表现要好得多），那么基本面指数的超额收益很容易就会变为负值。为什么会这样呢？因为基本面指数投资组合相较于市值加权指数缺乏成长倾向性。它不会享受到成长型市场所带来的"顺风"，相反它还面临着成长型市场所带来的"逆风"。

出于同样的原因，如果我们处在价值型市场（成长型股票比价值型股票表现要差），市值加权投资组合将面临"逆风"，而基本面指数投资组合则会拥有强大的市场支持。

不过，这里有个迷人的不对称之处。通常情况下，基本面指数投资组合在价值股当道时所赢的部分，大于成长股当道时所损失的部分。事实上，我们发现大部分的超额收益来自它动态地反向交易于市值加权指数相对于公司的经济规模所下的各种赌注，而不是来自基本面指数投资组合自身的平均价值倾向。当成长型股票的绩效表现持续地好于价值型股票时，基本面指数投资组合有较大幅度的价值倾向性。但是，当市场为成长型股票支付了错误的巨额溢价从而使得价值型股票最具有回报性的时候，基本面指数投资组合也将会表现出它最大的价值倾向性。相似的，成长型组合最可能在市场为成长型股票支付最少溢价的时候获益，即在基本面指数投资组合的价值倾向最小而成长倾向最大的时候获益。

图10-3使用两年期滚动超额收益率数据表明了这个动态的过程。其中，纵轴表现了锐联基本面指数对市值加权指数的超额收益率，横轴表现了价值型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对成长型的超额收益率。如第一幅图所表现的美国大盘股的情况，当价值型胜过成长型 10～20 个百分点时，基本面指数投资组合会赢 4～14 个百分点；当成长型胜过价值型 10～20 个百分点时，基本面指数投资组合会输 1～7 个百分点。这一不对称现象在小盘股市场中体现得更加明显。正如第二幅图所示，锐联基本面指数投资组合在价值型市场的表现非常好，并且在成长型市场的表现也非常不错。这个结果能够很好地证明：至少在一段时间内“超额收益不仅仅是由价值倾向产生的”。

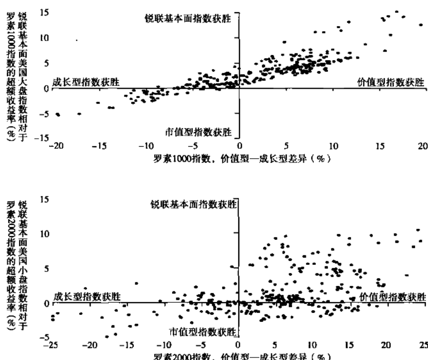
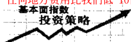


图 10-3 成长型与价值型市场中两年期滚动超额收益率（1979 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

我们将结果“排除趋势”，会有什么结果？如果我们具有罗素 1000 价值型指数一半的价值倾向性，在一段时间内，平均来说，如果罗素 1000 价值型指数赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10个百分点，那么锐联基本面美国大盘指数应该赢5个百分点；如果罗素1000价值型指数输10个百分点，那么锐联基本面美国大盘指数应该输5个百分点。

基本面指数相对于一个一半是罗素1000指数、一半是罗素1000价值型指数的投资组合绩效如何呢？表10-2显示，在过去的28年内，罗素1000价值型指数比罗素1000大市场指数平均每年高1个百分点。但是这个收益的风险很高，通常年份中该收益的标准差会超过5%。所以，这个结果并不能通过基本的统计检验。锐联基本面指数投资组合比罗素1000大市场指数的年化收益率高2.4个百分点，而风险大约为4%。显著性有了很大的提高。调整它的长期平均价值倾向，锐联基本面指数仍然有约1.8%的超额收益率，而风险则降为2.1%。这种长时间持续性的好表现是惊人的：只有三十万分之一的几率是出自偶然。在小盘股市场，基本面指数带来3.6%的超额收益率，风险只有4%，显著程度为一百万分之一。

表10-2　去除价值型倾向（1979年1月~2007年3月）

投资组合	平均超额收益率（%）	获胜的标准差（%）	获胜的t-统计量（及p值*）
罗素1000价值型指数-罗素1000指数	1.00	5.00	1.01(0.16,不显著)
锐联基本面指数-罗素1000指数	2.40	4.10	3.09(0.001,十分显著)
锐联基本面指数-市值型指数均值**	1.80	2.10	4.54(0.000003)

*p值是在一定置信水平下获胜发生的概率。

**此处计算的是锐联基本面指数收益率较罗素1000指数和罗素1000价值型指数均值的超额收益率。

资料来源：锐联资产管理公司。

有据为证，基本面指数策略会在价值型股票当道的时候获得超越市值加权市场大盘的绩效，如过去的七年一样。令很多批评者感到吃惊的是，它同时也超越了价值型指数。从2000年3月至2007年6月，罗素1000价值型指数收益率为101%，而锐联基本面美国大盘指数却飙升至117%。之所以有这么好的绩效，是因为这个时期许多绩效较差的成长型股票——甚至是一些纳斯达克的巨头，如安进、美国在线、思科系统、英特尔以及甲骨文，基本面指数策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却持有这些股票。这就如同纯种马，即使它载着比较多的东西，还是可以跑得比大部分马快。尽管锐联基本面美国大盘指数拥有许多跌幅大的成长型股票，比起**相关的价值型指数**来，一直都能提供较大的超额收益。

相较于市值加权投资组合，锐联基本面指数投资组合无疑是价值导向型的，不过这只是反映了我们过度依赖市值加权指数的现象而已。相对于当下经济的构成（至少是经济体中公开上市的部分），基本面指数投资组合是中立的，而市值加权投资组合对于市场（如果这个市场的定义足够宽泛的话，即可称之为市场）来说，也是中立的。

有些投资者在尚未看到令人信服的证据之前就根深蒂固地偏爱成长型公司，仅仅是因为成长型公司掌控了溢价估值倍数。对这些投资者而言，基本面指数方法可以提供一个风险分散、具有经济代表性的股票选择，相较于现有的偏重于价值型股票或市值加权指数，我们可以得到更高的回报。这是一个有趣的选择，值得我们认真考虑，即使我们没有道出市值加权法不能让我们买入太多估值过高的股票的事实。

小盘股倾向

某些学者断言，小市值股票的溢价是为了补偿投资者持有小公司股票的风险而存在的。毕竟它们比大市值股票更难在经济衰退中立足，因而也具有较小的流动性。另外一个观点认为，该溢价回报是因为小市值股票相较于大市值股票有一个定价上的折扣（这种状况在本书中不是主要因素）。就如同价值倾向的例子，许多基本面指数策略的批评者声称它的优势源于其对小市值的股票的倾向。

我们认为这个批评显然是极端错误的。基本面指数的小市值偏差时有时无而且程度非常小。事实上，锐联基本面美国大盘指数在 2007 年 6 月的平均公司市值和罗素 1000 指数是一样的，并且仅仅是比标准普尔 500 指数略小。如图 10－4所示，在 2007 年 6 月，锐联基本面美国大盘指数的加权平均市值为 840 亿美元，而罗素 1000 指数则为 830 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

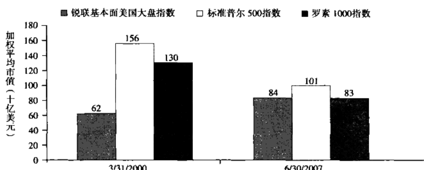


图 10－4　锐联基本面美国大盘指数、罗素 1000 指数以及标准普尔 500 指数的加权平均市值

资料来源：锐联资产管理公司。

当市场为小公司赋予较低的估值倍数时，一个与估值无关的指数将会通过赋予这些股票较大的权重而修复这一差异。该指数看起来将会过度赋权于小公司股票（相较于市值加权指数），因而两相比较市值加权指数具有小市值倾向。但是，有人可能会很轻易地说市场相对于经济有大市值倾向。就如美国 2007 年那样，当市场分配较高的估值倍数给小公司时，基本面指数投资组合由于其与估值无差，相对于市场加权指数而言，对这些股票的投资就会较少，从而使其成为一个大市值的投资组合。

只有在少数情况下，当公司的估值倍数与其市值大小完全无关时，基本面指数投资组合规模的概况与相关限定的范围才会有很大的背离。在科技泡沫的顶端，锐联基本面美国大盘指数的平均市值是 620 亿美元，大约是罗素 1000 指数的一半。造成这个差距的原因非常简单：那是一个市场为高价股支付很大溢价的时代，尽管有些公司规模本身并不大。例如美国在线、思科系统、英特尔在基本面指数投资组合中依照它们的经济规模被赋予了恰当的权重，而这一权重相较于罗素 1000 指数和标准普尔 500 指数要小得多。当然，这段时间恰恰是投资者们不愿意大量投资到这些大市值股票的时期。

投资者及其顾问的底线是基本面指数投资组合是否能够在大市值股票占主导地位的市场中赢得更好的收益。可能最好地回答这个问题的方法是检验一段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特定时间内大市值股票的表现：比如 80 年代的后半期和 90 年代的大部分时间。如图 10－5 所示，1984～1998 年，罗素 1000 指数在 15 个年度中有 11 年表现得比罗素 2000 指数要好，其累计年化收益率是 17.5%，而罗素 2000 指数的累计年化收益率是 11.23%。同时，**在近期大市值相对表现最好的时期**，锐联基本面美国大盘指数平均每年超出罗素 1000 指数约 0.6 个百分点的收益。

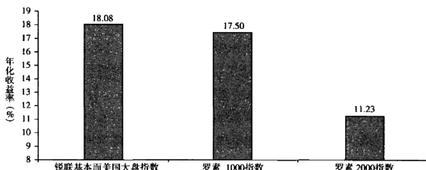


图 10－5　基本面指数绩效（1984～1998）

资料来源：锐联资产管理公司。

Fama－French 因子

法玛（Eugene Fama）和法兰奇（Kenneth French）在其 1992 年的杰作中对价值和规模效应做了详尽的论述。他们发现，除了市场本身的系统性风险之外，承担更多价值股和小型股的风险实际上增加了投资组合的预期回报。也就是说，价值型和小市值股票的分散化投资组合，能够比有着相同的 β 值的大市值投资组合赚取更多的收益。法玛和法兰奇后来指出，价值型和小市值型的组合所承担的风险要比资本资产定价模型所衡量的更多。毕竟，在一个理性的有效市场，增加回报只能通过承担更多的风险来实现。

基本面指数策略的批评者指出，基本面指数不能创造显著的增值，它仅仅是带来了更多的价值型和小市值型风险。如果是这样，基本面指数策略就没有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么新颖的内容。它只是一种强调了价值倾向和小市值倾向的方法，并且通过一种动态的智能的方式（反向操作于市场最大的多度量）来表达。事实上，我们认为这恰恰指出了基本面指数的微妙之处（Arnott，Hsu and Moore，2005）。

Fama－French 模型（即三因子模型）是一个多空策略的模型（long－short model）。要用该模型反映一个与市值加权市场极为不同的投资组合，可能需要有空头部位。锐联基本面美国大盘指数在科技泡沫顶峰的时候，Fama－French 镜像投资组合大约是 115% 的多头部位和 15% 的空头部位。投资者愿意持有多空部位，而这可以用来复制基本面指数策略的特性：（1）持有标准普尔 500 指数或罗素 1000 指数作为核心投资组合，而持有多空投资组合作为辅助投资，而此多空投资组合为买多超级价值型股票和超级小盘股、卖空超级成长型股票和超级大盘股；（2）多空部位也要随指数变化而变化；（3）每个月都要调整多空部位的权重，要能一直符合锐联基本面指数的风格偏向；（4）不断地重新调整投资组合权重。这么多复杂的工作，都只是为了与一个老旧的指数相匹配，而这些指数只会用各个公司的财务数据来选择股票、配置股票权重！

不出意料地，当三因子模型被应用到基本面指数的时候，其显示了对于价值效应和规模效应的表达。令人惊奇的是，即使排除这些因素的影响，从 1979（那时罗素指数开始发行）到 2006 年，基本面指数投资组合依然赢得了大约 0.3% 的增值。相反，如表 10－3 所示，大多数指数，尤其是那些有价值倾向性的指数，则显示出了负的 Fama－French 增值系数。事实上，据我们所知，**没有其他相对于市值加权指数而言具有价值倾向性的指数能够避免负的 Fama－French 增值系数。**

表 10－3 Fama－French α 对比（1979～2006）

投资组合	年化收益率（%）	α（%）	调整后的决定系数	小盘股	价值型	β 系数
锐联基本面美国大盘指数	15.8	0.3	0.97	－0.10	0.36	1.03
罗素 1000 指数	13.5	0.4	1.00	－0.15	0.01	1.01
罗素 1000 价值型指数	14.6	－1.1	0.96	－0.15	0.44	1.02

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉姆·戴维斯（2007）分析了 1940 ~ 1962 年（正如我们在第七章所提到的）基本面指数策略有类似的 Fama – French 结果。他关注基本面指数在剔除 Fama – French 三因子后缺乏显著的超额收益和投资组合一直以来的价值倾向性。与戴维斯不同的是，我们关注他研究结果中 200 多个基点的差距，会导致 22 年后 40% 的终值财富差异。毕竟，比起收益率差而常有正的 Fama – French 超额收益的投资组合来说，投资者会更想要一个虽无 Fama – French 超额收益但有较高收益率的投资组合吧！

通过观察带有非预期回报的价格动能，马克·卡哈特（Mark Carhart）进一步延伸了 Fama – French 模型。有趣的是，如果公司的经济成长与股票价格不相称，基本面指数投资组合就会把赢家卖掉。因为动能策略会为投资组合增值，而基本面指数投资组合和动能策略操作方式相反，基本面指数的收益率会因此受到伤害。值得一提的是，表 10 – 3 的 Fama – French 超额收益在 Fama – French – Carhart 的分析中，突然从 0.3% 暴增至 1.1%。这 1.1% 的收益率在这个 Fama – French – Carhart 模型中完全没有得到解释！

我们发现，基本面指数概念相对于 Fama – French 因子的结果来得中立，这一点根本不令人吃惊。一个好的风险模型应该能够解释指数中不同因子带来的收益，而且这些指数不是以公式的方式构成，没有任何主动选股。基本面指数概念好就好在它的简单，而 Fama – French 三因子风险模型是一个非常具体的风险模型。也就是说，与许多现行的标杆指数和商品相比，基本面指数投资组合能更有效地捕捉这些因子的回报。这比实行核心 – 辅助投资策略更简单，就如同以复制市场回报的股票为核心投资，再加上 Fama – French 多空投资组合。复制市场回报的复杂性、管理 Fama – French 投资组合的成本，以及经常需要持有空头部位，从执行的角度来看，基本面指数方法确实比较有吸引力。

小公司也有大惊奇

如果基本面指数投资策略仅仅是价值与规模效应的副产品，那么那些获取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最大收益增长的基本面指数投资组合将会呈现最大限度的价值与规模效应。事实并非如此，我们可以通过对锐联基本面美国小盘指数绩效的分析来一探究竟。从收益上看，包含2000只股票的锐联基本面美国小盘指数于1979～2007年间，与其对比基准指数罗素2000相比，其年化平均值超过罗素2000指数340个基点。该组合中所包含的一些公司规模要比罗素2000指数中的公司规模来得大，然而该组合所表现的平均价值效应却相对适中。

为了恰当地解释这个看起来不合逻辑的结果，我们检验了可比的基本面指数和市值加权指数的构成（见第二章图2－1）。对比基于市值加权指数与基本面指数排名前1000家公司的名单，我们发现其中平均有700～800家是相同的（当然，这些公司被赋予的权重不同）。我们还发现，越趋向于市值型名单的底部，就有越多的拥有相对较小的经济规模（现金流、营业收入等）却有很大的估值倍数的公司。同时，因为这些股票不是大公司，所以它们出现在锐联基本面美国小盘指数的名单上。结果是，它们提高了锐联基本面美国小盘指数的估值倍数和市值加权平均值。

我们用一个例子可以最好地解释这一点。Salesforce.com在2007年7月就是这样的一家公司：有近50亿美元的市值和高达4000倍的市盈率，该公司市值比较大，但是其每年的收益尚不足4亿美元，因此它的基本面权重很小。结果是，如果用市值来衡量，Salesforce.com是一家大公司，但是用基本面来衡量，它就是一家小公司。它是罗素1000指数（大盘指数）的成分股，同时也是锐联基本面美国小盘指数的成分股。

在任何时候，都有许多类似Salesforce.com这样高估值的股票。它们提升了锐联基本面美国小盘指数的平均市值，使其高于罗素2000指数。这些高估值倍数的小公司股票也很大程度上抵消了基本面指数投资组合的价值倾向。事实上，有时候锐联基本面美国小盘指数有成长型偏好。这并不令人奇怪，如图10－6所示，基于夏普方法的分析，锐联基本面美国小盘指数与罗素2000指数相比较而言更靠近成长而非价值的中心。即使有无足轻重的价值偏差和非市值倾向，该指数仍然比罗素2000指数具有更好的表现。与大盘指数不同的是，锐联基本面美国小盘指数的优异表现并不是由小市值倾向引起的（事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能相反），并且也很难从价值倾向上得到助益。此外，它的年化收益甚至超过罗素 2000 价值型指数 130 个基点。显然，关于价值和小市值的论点在基本面小盘指数投资组合上是不能成立的。

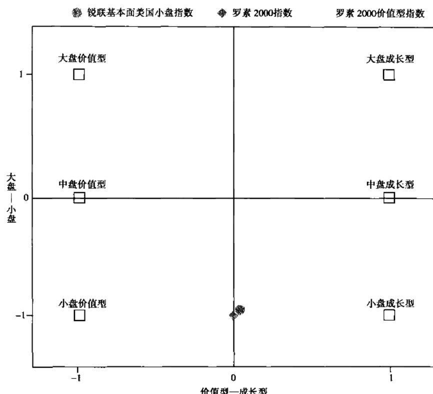


图 10－6　风格分析：锐联基本面美国小盘指数（1979 年～2007 年 6 月）

资料来源：eVestment Alliance eA-MPI Style Analysis。

2007 年的绩效证明

基本面指数投资组合在 2005 年和 2006 年取得的优异绩效是意料之中的。因为这些年份是“价值型年份”。在世界上许多主要市场，价值型股票赢了成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长型股票。而基于市值加权的投资组合则由于其成长型倾向而在这样的市场中面临不小的压力。相形之下，基本面指数投资组合则获得不小的助益。而当市场环境发生逆转时，对于基本面指数投资组合真正的考验来临了。

在2007年，全世界的股票市场转变为成长型，价值型股票则陷入了困境，尤其是小盘股更受打压。在各个市场上，成长型股票大获全胜。在美国大盘股市场，成长型股票平均收益超过价值型股票高达12个百分点；在其他发达国家市场，成长型股票的平均收益超过价值型股票10个百分点；在美国小盘股市场，这个差距为17个百分点。与此同时，在美国市场，大盘股绩效优于小盘股7个百分点；在其他发达国家市场，这个差距为10个百分点。

面对摧毁许多价值型策略与优秀的基金管理者的逆势飓风，基本面指数投资组合的遭遇如何呢？如图10－7所示，在充斥着大量成长型股票的牛市年份的新兴市场中，基本面指数投资组合获得了超过同类市值加权指数9个百分点的收益。在其他发达市场的小盘股和大盘股市场中，它的收益率分别超过同类市值加权指数3个百分点和5个百分点。同时，在价值型投资组合于2005年与2006年大获全胜后，基本面指数在2007年与美国小盘指数持平，与大盘指数相比略低2.3个百分点。这在成长性年份中是非常了不起的结果。

结　论

基本面指数投资理念是有价值投资倾向的，它确实是一种纯粹的价值投资理念，但我们认为，它是一种非常特殊的价值投资理念。基本面指数投资组合中每只股票的权重等于其市值权重除以相应的估值倍数，相当于对市值加权的权重进行了价值归真。为什么？**因为每当市场押更多的赌注在成长股上时，基本面指数投资就会很自然地抵消这样的影响。因为市场以溢价方式为成长股定**价，而以折价方式为价值股定价，刚好让它们未来风险调整后的预期回报相等。与此同时，基本面指数投资组合将公司的权重回归到其经济规模，同时抵消了来自市场对成长股热度不断变化的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

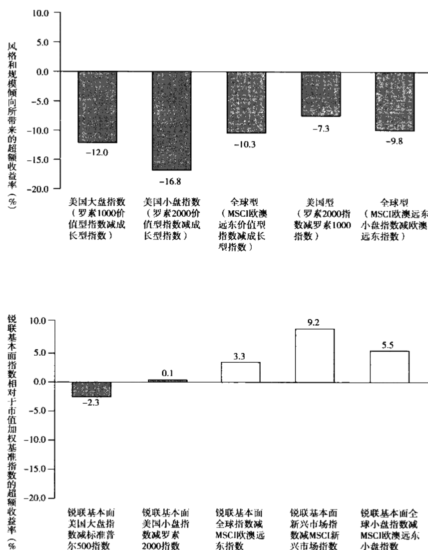


图 10－7 锐联基本面指数绩效（2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当检验长期结果的时候，这些争论变得更加有趣。市场对每一个企业的未来成长进行的反复的反向重新评估导致了市场对企业的偏好会出现不同程度的改变，而其中要数市值加权投资组合对极端成长型或价值型股票的偏好变化最大。一个基本面指数投资组合将会对这些极端的赌注做反向交易。因为基本面价值的改变远比价格的改变要慢，所以绝大多数这类的交易最终都获得了优秀的收益率。同时，基本面指数绝不仅仅是一个纯粹的价值投资理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

其他常见批评：正误掺杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的质疑是一个好批评家的第一要素。

——美国浪漫主义诗人、评论家和外交家
詹姆斯·拉塞尔·洛威尔
（James Russell Lowell）

但是，
吹毛求疵远比正确无误容易得多。

——英国政治家、小说家，曾任首相
本杰明·迪斯累里
（Benjamin Disraeli）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对基本面指数一些常见的批评包括：基本面指数策略是数据挖掘，策略成本较高，这个指数不算指数，没有人会事先知道哪只股票的价值是被高估的。甚至有人说即使这个策略可行，当它被更多的人采纳后，最终那些无法解释的超额收益也会消失。在本章中，我们将会就这些问题进行一一解答。

是数据挖掘吗

人们总是非常善于为其所坚持的偏见寻找依据。事实上，经验和与之相关的反馈只不过是随机数据。取决于他们的个人经验，投资者可能会发现某些投资策略和回报模式似乎有更为可靠的强大支持。由于股票市场的自然起伏以及错综复杂的各种风格和行业等因素的影响，几乎任何投资策略都可能有其可取之处。找到制胜法宝的关键在于发掘其可取之处。

基本面指数的怀疑者认为，我们不过是摆弄大量的历史数据去寻找适合特定时期的特定策略。他们甚至指出基本面指数的历史检验结果只不过是很聪明地结束在它表现非常出色的时期。这样一来，过去七年的不凡绩效才造就了主要的长期溢价。他们会问：在对基本面指数投资策略最不利的 1998 和 1999 年，基本面指数又在哪里？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些批评从某种角度来讲是有益的。如图 11－1 所示，锐联基本面美国大盘指数与标准普尔 500 指数一年期与五年期滚动收益率的比较结果证明，1998～1999 年锐联基本面美国大盘指数的收益率都是令人失望的。而自从 2000 年 3 月科技泡沫破灭以来，基本面指数投资组合享受了连续七年的超额收益。事实上，正是市值加权指数投资空前的泡沫及之后所造成的毁损效应促使我们去建立一个更好的指数。

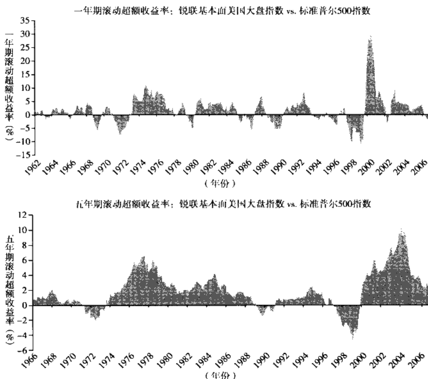


图 11－1　一年期与五年期滚动超额收益率（1962～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

另有批评指出，我们故意选择了一个好的起始时间来优化我们的累计收益。为什么是从 1962 年开始呢？答案非常简单，因为我们对于基本面数据采取了五年期的数据以降低换手率。而数据库中第一次包含 1000 家公司基本面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量指标的数据是从 1957 年开始的。[①] 相应的，1962 年成为我们研究选取的第一年。这种选择仅仅是出于谨慎和务实的考虑，并非对于数据的刻意挑选。如第七章中所提到的，吉姆·戴维斯（2007）对于 100 家公司在 1940～1962 年间的数据的研究结果与我们的结果相仿。

1962 年是我们可选择的最早起始期，这样，我们可以测试任何短于 46 年期的时间来确定是否选择更晚的始点会有更好或更坏的结果。如图 11－2 所示，选择除科技泡沫前后几年的任何时间作为研究起点，基本面指数累计的年化超额收益率并没有什么大的差异。除了 1997～2001 年这段时间，在任何时点开始进行我们的分析，基本面指数年化超额收益率都维持在 2%～4% 的幅度。当然，近期明显的绩效波动性是因为时间跨度太短。因此，几个月的数据剔除或保留都会造成很大的差异。



图 11－2 锐联基本面指数与标准普尔 500 指数的年化溢价对比（1962 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

为照顾反对者的情绪，我们也可以剔除泡沫和泡沫后的年份来进行测试。批评者指出，泡沫后的收益是不常见的；确实是这样的，但是泡沫本

① 我们采用 Compustat 数据库的公司财务数据。虽然 Compustat 始自 20 世纪 50 年代早期，但在早期的数据库里，拥有五年财务指标的公司远少于 1000 个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身也是一样不常见的。表 11－1 表现了锐联基本面美国大盘指数相比标准普尔 500 指数在三个不同时间段分别产生的超额收益——1962～2007 年的全部数据和剔除 1998～2001 年的数据（在此期间，是科技泡沫的末期和刚结束的时候，分别包含该指数绩效表现最好和最差的两年）。结果显示，剔除泡沫的影响，相对于标准普尔 500 指数，基本面指数投资组合获得了 1.7 个百分点的超额收益；而在整个检验期内，基本面指数投资组合获得了 2 个百分点的超额收益。所以，基本面指数可能有 20% 的累计优势是来自美国资本市场历史上最大泡沫时期的反向交易。即使我们选择数据的时间**包含** 1998 和 1999 年——这是基本面指数投资组合历史上表现最差的时候，并且**不包括** 2000 和 2001 年——基本面指数投资组合历史上表现最好的时候，基本面指数投资组合仍然比标准普尔创造了 130 个基点的超额收益，这一数据占其整个时间段内的长期超额收益（200 个基点）的一半以上。相应的，那些认为“基本面指数最大的超额收益来自最近七年价值型策略急升”的论断是站不住脚的。

表 11－1 锐联基本面指数超额收益率（1962～2007）

单位：%

时 段	锐联基本面美国大盘指数收益率	标准普尔 500 指数收益率	超额收益率
1962～2007	12.3	10.3	2.0
1962～2007（剔除 1998～2001）	12.5	10.7	1.7
1962～1997	13.1	11.5	1.6

资料来源：锐联资产管理公司。

基本面指数最初检验是从美国大公司股票开始的，之后在其他市场的测试也都证明此策略颇具成效。这些来自其他不同市场的成功绩效可能是我们对于数据挖掘的批评最有力的反驳。如在第七章和第八章所讨论的那样，基本面指数在很多市场做过检验，并且几乎在所有的检验中都是行之有效的。在美国，依据我们的衡量结果，我们找到了百万分之一的统计显著性。在全球市场中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个结果甚至更加显著，统计显著性上升至三千五百万分之一。这一发现令人不禁要问：认为我们数据挖掘的批评家们到底需要多少样本外数据才能被说服呢？

尽管有大量的样本外数据支持基本面指数，我们必须承认理论性历史检验永远是美好的。我们还从来没见过任何产品是建立在不成功的理论性历史检验之上的。因此，许多观察者必须亲眼看到基金的现实绩效，才会接受这种新想法的有效性。[①] 尽管基本面指数的现实绩效记录仍然很短，但结果是与我们研究预期相一致的。表 11 -2 显示基本面指数自 2005 年末发行以来，在 6 类主要资产类别的绩效表现结果均高于其同类市值加权指数，其中 4 类每年的年化超额

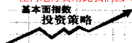
表 11 -2　富时锐联基本面指数 vs. 市值加权指数（2005 年 12 月～2007 年）

		收益率（%）	波动率（%）	超额收益率（%）	风险调整后的 α（%）	β 系数	相关系数
美国大盘	富时锐联基本面美国 1000 指数	10.7	7.8	0.6	0.7	0.99	0.98
	标准普尔 500 指数	10.1	7.7				
美国小盘	富时锐联基本面 1500 指数	8.2	11.8	0.8	1.1	0.91	0.99
	罗素 2000 指数	7.4	12.8				
全球市场	富时锐联基本面发达国家市场（不含美国）指数	23.1	9.5	2.0	2.5	0.97	1.00
	MSCI 全球（不含美国）指数	21.2	9.8				
欧洲市场	富时锐联基本面欧洲指数	27.6	10.2	2.6	2.1	1.02	1.00
	MSCI 欧洲指数	25.0	9.9				
日本市场	富时锐联基本面日本指数	5.4	12.8	3.8	3.8	0.97	0.96
	MSCI 日本指数	1.6	12.6				
新兴市场	富时锐联基本面新兴市场指数	45.3	18.6	7.1	6.1	1.03	0.99
	MSCI 新兴市场指数	38.2	17.9				

资料来源：锐联资产管理公司。

① 最不可救药的批评者认为，无论历史收益还是现实中真实投资组合的收益都不能说明问题。对这样的批评，我们也就无话可说了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收益超过 2 个百分点。① 新兴市场类名列榜首，带来每年 7.1 个百分点的超额收益，完全符合我们的理论和研究结果，其后的富时锐联基本面日本指数年化超额收益达 3.8 个百分点。

基本面指数策略将理论转变为现实世界的成功，其结果是令人鼓舞的。诚然，我们需要更长的时间跨度来全面评估其现实结果。无论历史证明还是现实表现如何，批评家总是存在的，有些人是为保护既得利益，有些人是因为固守现状，也有些人因为传统金融理论根深蒂固而不能接受。有人可能渐渐不再坚持关于数据挖掘的论断，但其他怀疑还在。正如约翰·斯坦贝克（1977）所言，“时间是唯一没有野心的评论家。”

成　本

控制成本是任何一个成功投资项目的关键环节。在其他条件都相等的情况下，时间的复利杠杆效应对财富终值影响深远。基本面指数投资组合与市值加权指数策略的财富终值相比，成本是不相等的。

基本面指数的批评者指出：尽管基本面指数投资组合的回报率高，这些产品比其对应的市值加权投资组合收费也更高。由于无论是传统指数或是基本面指数投资组合，其产品选择都是琳琅满目的——共同基金、交易型开放式指数基金、专户等，因此直接对成本进行比较从某种程度上来讲是很难的。此外，在这本书中，我们的目标不是专注某特定产品。考虑到每个投资者的不同的情况例如账户规模、偏好的工具、中介渠道和托管安排等，这样的比较更是难上加难。

即便如此，让我们做一个简单的比较：比较扣除所有费用后各自的净收益。假如我们选择投资于一个交易型开放式指数基金，我们可以以 0.1% 的费

① 全球最大的指数编制机构富时集团于 2005 年 12 月和锐联资产管理公司签订了协议，使得基本面指数成为全球指数供应者。指数的收益情况由富时发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率投资于标准普尔500指数投资组合，也可以以0.5%的费率投资于基本面指数投资组合。成本的差异是0.4个百分点——足以导致4%的10年期终值财富的差异，假设两个投资策略在扣除成本前有相同的收益。杰克·博格尔是对的：成本很重要！

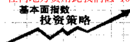
但是，按照锐联基本面美国大盘指数46年的长期记录，假设基本面指数投资策略相对于一个1000只股票的大盘市值加权投资组合每年创造210个基点的超额收益（锐联基本面美国大盘指数的年化超额收益有210个基点），那么基本面指数投资者每年可以获得160个基点的净超额收益，超过市值加权指数投资者170个基点，10年后，加上复利效应，基本面投资者将会获得超过市值加权投资者20%的终值财富。这个结果是令人欣慰的。当然，有更便宜的基本面指数版本就更是锦上添花了。

这个方法比较适用于交易型开放式指数基金投资者、共同基金投资者、金融咨询顾问或者养老金管理者。他们只需根据账户规模列出可选择的工具，检查其收费标准，作出合理的回报预测，然后计算。用这种方法衡量的话，许多主动型基金管理者收费过高；他们当中大多数人**甚至**在扣除费用**之前**都不能超过市场收益。迄今为止基本面指数投资组合看起来是一项有利的投资，除非我们想要去假设未来增加的价值会远小于历史上它所显示的。事实上，在一些市场，如其他发达国家、小型公司、新兴市场等，与基本面指数投资获得的历史收益相比，它看起来是物美价廉的。

管理费或共同基金的费用是最容易观察到的费用，因为它们被列入公开信息中发表。但是其他隐性成本，比如交易成本和市场冲击呢？可能市值加权指数最大的优点就是它交易的不频繁。基本面指数的批评者认为我们的方法将会造成很高的投资组合换手率，并相应提高交易成本。他们的说法对错兼半。

相较于市值加权指数基金较低的换手率，锐联基本面美国大盘指数换手率略高（10%对6%）。正如我们在第六章中所讨论的，许多额外的交易是用来买入那些近期动摇的公司股票，而卖出那些脱离其基础经济规模的热门股票。因为基本面指数投资方法是与投资者的冲动风潮呈反向交易，因此它的交易成本其实可能相当低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此外，锐联基本面指数投资组合所交易的大多数股票是市值最大的并且流动性强的公司股票，其交易成本要低于小公司股票。相反的，市值加权投资组合的交易则集中于那些小的、缺乏流动性的公司股票。相应的，基本面指数投资组合重新调整权重的成本完全可以比市值加权投资组合重新调整权重的成本低。这些批评故意不提小公司和其他策略的交易成本。要知道，基本面小盘指数策略的换手率和与之相关的交易成本比对应的市值加权小盘指数要低。

时间将会证明基本面指数投资组合相较于市值加权指数而言交易成本是高还是低，但是所有严肃的观察者都同意，基本面指数投资组合的交易成本远远低于任何普通的主动型策略。《经济学人》杂志的 Buttonwood 专栏 2006 年指出：

> 不能把基本面指数仅仅和传统的指数基金相比较，也应该和管理费率每年高达两个百分点的主动管理型基金相比较。正如博格所说，与它们相比，基本面指数的费率真的很小。

锐联基本面美国大盘指数的年换手率为 10% ~12%，这更接近指数基金的换手率，而主动管理型基金的平均年换手率高达 100% 或更高。从费用的角度来看，我们认可传统的指数理念：包括基本面指数投资组合在内的指数基金的真正优势在于其低成本。

是一个指数吗

一些指数开发商和学者指出，基本面加权指数不是一个真正意义上的指数，他们认为指数这一概念仅仅限用于市值加权的方法。从我们的角度来看，这些不同的观点仅仅是概念上的差异。纯粹的指数定义的坚持者们认为，只有市值加权投资组合是在宏观上与市场相吻合的，因此，只有市值加权投资组合能够被认为是一个指数投资组合。按这种定义，基本面指数方法是一种主动型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略。但从另一方面来讲，没有任何法律规定所有的指数必须以市值加权。

正如我们在本书中所陈述的，我们所定义的指数应具备以下特性：客观性（有规则可循，而不具有任何主观性）、可复制性（他人可计算出相近的历史结果）、透明性并且具有低换手率。依照这些标准，基本面指数的构建过程会顺理成章地产生一个标准的指数，而有些广为人知的市值加权指数倒不太符合这些标准。例如，标准普尔 500 指数是被委员会选定的，所以不符合公式化和客观性的标准。与此同时，该决策无法被复制，其构建也不透明。罗素的指数构建方法保密，所以它也是不可被复制的。标准普尔 500 等权重指数几乎违背了所有的标准：它不但具有标准普尔 500 指数所有的缺陷，而且还拥有相当高的换手率。

我们可以很公正地认为，基本面指数投资组合能够很好地、被动地反映整体经济状况，尤其是市场上公开交易的这部分。从宏观经济的框架来看，市值加权指数投资不仅是主动型投资，而且是非常主动的投资。

知道哪只股票被高估吗

尽管基本面指数与传统指数相比，概念易理解，构建也一目了然，但仍然有人给它贴上“主动型管理”的标签。例如杰克·博格尔，认为基本面指数方法是基于一些辨别“能力”。需要能够区分哪只股票的价值是被低估的，哪只股票的价值是被高估的：

> 这只新品种的指数——其实是主动型管理策略，而非指数——聚焦于以所谓的基本面因素赋权重……他们认为，在市值加权投资组合中，一半左右的股票是价值被高估的，而另一半则是价值被低估的。
>
> 传统的指数拥有者回应说：“当然，这个说法没错。但是有谁知道哪部分是高估的、哪部分是低估的呢？”新的基本面指数公然地回答：“我们知道。”他们居然声称他们知道哪部分是被高估的，哪部分是被低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。(Bogle，2007)

这个批评是无效的。基本面指数策略根本与估价无关。它不会决定哪个证券比其他的证券更有价值。它不是一种“智能型指数”，能识别价格过低的股票。它是一种“傻瓜型指数”，反映了经济状况的组成，而非市值加权为主的市场的组成结构。该指数不像传统意义上的主动型管理策略那样以价值判断作为权重分配的依据，判断个股的价格何去何从。相反，这是旨在消除市值加权指数中将权重与价格相联系的结构性漏洞的指数。

某些批评者指出基本面指数投资组合的权重与市值加权指数权重**除以公司估值倍数**直接相关联。这难道不意味着，这是一个格外注重公司估值倍数的主动型管理策略吗？同样地，答案取决于参照框架。从市值加权的角度出发，这是一个公正的阐述。从公司经济规模的角度出发，结论则是相反的，市值加权法的权重配置是与公司股票的估值成一定比例的，而基本面指数则是不考虑估值倍数和价格。由于它关注公司的经济规模，它将市值加权投资组合中由价值被高估或被低估的股票所产生的权重影响进行修正，使其回到公司的经济规模。

相较于不可确知的公平价值，市值加权指数将会过多地为那些价值被高估的股票赋权重同时又过少地为那些价值被低估的股票赋权重。而在基本面指数投资中，这种赋权错误不再与价值相联系，因此是相当随机的。这样，过多赋权和过少赋权将互相抵消，同时消除市值加权指数特有的来自估值的回报拖累——所有这些**并不需要知道哪家公司的价值是被高估的，哪家公司的价值是被低估的**。

为了强调这一点，我们可以回顾最早的主要的与估值无关的指数——标准普尔 500 等权重指数。该指数为所有的 500 只标准普尔股票均赋予 0.2% 的权重，这样就将价值高估或者低估与投资组合中各股票的权重联系割裂了。毕竟，一个公司是否会被赋予 0.2% 或零的权重，取决于其是否在标准普尔 500 指数中。因为在这个指数中的会员资格明显地不再受公司价值高估或者低估的影响，这种方法至少应该和基本面指数投资组合方法一样奏效。但是正如我们在第七章中所指出的，自 1990 年代初期标准普尔 500 等权重指数创始以来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就未能做到这一点，尽管标准普尔 500 等权重指数投资组合有很严重的小市值倾向。为什么会这样呢？因为几乎所有标准普尔 500 指数新纳入成分股的都是高估值倍数、热门的成长型公司；那些被剔除的公司除了因为企业并购破产以外，通常都是低估值的价值型公司。所以，标准普尔 500 等权重指数有先天缺陷。

尽管如此，标准普尔 500 等权重指数相较于标准普尔 500 指数还是创造了可观的超额收益。与标准普尔 500 等权重指数相比，标准普尔 500 指数中 100 多家公司有超过 0.2% 的权重。选择标准普尔 500 等权重指数而不是标准普尔 500 指数是否意味着投资者认为在标准普尔 500 指数中，所有的 100 家大市值的股票价值是被高估的，剩余的 400 家小市值的股票价值是被低估的呢？当然不是。这种论断是在宣布每一家美国的大公司——埃克森美孚、微软、辉瑞药业和花旗集团——都是被高估的，而那些小市值的公司都是被低估的。显然，采用等权重方法的投资者并未作此断言。

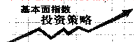
基本面指数的拥护者也没有做出这样的断言。与估值无关联的指数投资方法不是为了找出价值被低估的证券，而是旨在打破估价误差与权重间的联系。

可以持续多长时间

有批评者认为基本面指数绩效的尖端表现不会持续。这个批评可能是最具讽刺意味的。传统的指数管理者断言，如果基本面指数能创造一些无法解释的超额收益，市场将会通过套利逐渐平衡这个差异。因为该指数的成功，所有的投资者都会转而投资于该指数组合，最终它也会变成市值加权投资组合。该指数投资组合的增值效应也会消失。

这个论断的可笑之处在于两个方面。首先，这个论断的前提是，基本面指数不仅是行之有效的，而且有效到每个人都要投资于基本面指数。第二点更加微妙，试想从现行市场到一个基本面投资组合为主体的转换。这种转换包含投资资本大量流入基本面投资组合，同时彻底抛弃市值加权指数！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个论点令人想到发生在华尔街的一个老笑话。一个投资者和一个学者在街上散步。他们看到路边有 100 美元。投资者快步跑过去捡钱，而学者撇了撇嘴说："你为什么要浪费时间呢？如果那 100 美元是真的话，早就被人捡起来了。"

关于这个批评另外一个令人不解的地方是，它对市场非常有信心：如果这个机会真有这么好的话，那些职业经理、个人投资者、咨询顾问、养老金计划的参与者甚至任何有做投资的人肯定早就发现这个办法并采取行动了。

投资者在思考方式上具有不同寻常的惯性。在第四章中，我们提到股票投资者有两个基本的选择——指数基金和主动管理型基金。既然指数基金显示了稳定的长期绩效优势，那它现在应该是投资者的首选了吧？非也。在羞辱了大多数主动型策略的基金管理者 30 年后，指数基金在美国股票市场的总资产的比重仍然不足 20%，在世界范围内勉强达到 10%。这个简单的事实告诉我们尽管指数具有长期的成功史，但是绝大多数的投资者仍然选择主动型管理。他们拒绝放弃他们可以战胜市场的理念。事实上，除了交易型开放式指数基金近几年有了显著的增长外，其他的指数基金的流出流入基本都是持平的，尽管广大投资者已经通过公开渠道意识到了指数基金的长期优越性。

在基本面指数最坚定的反对者中很多是有效市场假设的支持者。他们假设投资者都是理性的，所以大市场将会整体作出合理的投资决策从而实现风险回报最大化。然而，市场真是那样有效吗？假设给两个不同的投资者提供所有相关信息，这两个投资者都会作出正确的选择吗？大多数的学者和几乎所有的金融从业者都会回答：当然不是。几乎没有证据可以证明有效市场假设所讲的理性的、拥有完整信息的投资者的存在。指数基金的低接受率就是一个例子。

投资者不是至少应该具有足够精明的成本意识吗？如果市场的参与者尽管明白他们能够战胜指数回报的概率很小，但仍然被主动型管理所诱惑，那么一定是因为低投资成本的原因吧！并不是这样。以下是一个机构资金顾问公司的总裁理查德·恩尼斯（2005）就投资管理的费率趋势作出的总结：

> 自 1975 年以来，我们已经目睹了另外一个明显趋势，即主动型管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品价格的稳定上升。乍一看这似乎不符合高效率的市场及经理绩效的口碑——从 1980 年起，共同基金平均费率已经从 0.96% 上升至 1.56% 了。

共同基金无情的费率上涨令人咋舌。在过去的 30 年，主动型投资组合管理者从整体上来讲业绩平平，而他们的收费却变本加厉。市场居然也依从。至于那些为了在低收益市场赢得双倍数收益而饥不择食的人，更是将大量的资金注入了对冲基金，其费率甚至数倍于主动管理的共同基金，尽管其历史回报并没有大的改善。

以上讨论对投资者接受基本面指数策略这样的投资选择在速度上会有什么启示呢？如果说历史见证明天，那么我们看到这个转变是逐渐的和按部就班的。投资者会从这种简单、直观的转变中获益。基本面指数投资已取得初步进展，这个进展可以说是很大的，也可以说是很小的。自三年前我们引入基本面指数概念以来，已经有超过 200 亿美元的资金涌入，在短期内取得如此效果是引人注目的。但这一总量远远不足全球股票市场的千分之一。按这种发展速度，我们的基本面指数可能将在几千年后主宰股市投资。

假设基本面指数的扩张速度很快，所有的指数资金陆续全部投资于基本面指数投资组合。在这个难以置信的情景下，市值加权指数和基本面指数投资组合变得实质上相同。但是，在转换的过程中，基本面指数的超额收益**暂时**将会变得比以前更多，因为有大量的资金从传统指数基金转入基本面指数投资策略。随着转化开始进行，年化超额收益会超出 200 个基点，直到市场参与者达到高度一致，全部采用基本面指数策略，先前的优势才会渐渐消失。在这种不太现实的假想情景下，先采用基本面指数策略的投资者先下手为强，会获得更大的超额收益。

结　论

基本面指数引发了如此严格的审查有许多原因，其中之一就是以公司的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



济规模赋权重这一简单的想法居然创造出令人吃惊的收益。这一简单的理论挑战了盛行 50 多年的金融理论和投资实践。

或许，一些反对者是感觉到这个新投资想法威胁到他们的既得利益。相应的，基本面指数的结果经过了反对者及怀疑者大量的分解、剖析，**而在所有的测试中，没有人可以明确地指出其存在显著的、持续的败绩。**

反对者提出了一大堆的反对意见，因为这个理论抨击了他们的有效市场论及市值加权指数战无不胜的理念。一些批评是不分青红皂白的，而另一些则是有一定道理的。也许最具戏剧性的争论就是它是主动型管理的还是被动型管理的，而这不过是在定义层面上的争论。我们认为基本面指数投资理念是一个新的、透明的而且是强有力的投资策略选择。从这个角度来看，我们不应该介意人们把它划分为哪种类型的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 为什么相信基本面指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史投资绩效只代表过去，不代表未来。

——美国证券交易委员会①

① 根据美国证券交易委员会的要求，每一份提供绩效信息的文件都必须注明上述文字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到目前为止，反对或者支持基本面指数的案例多以过去的投资结果为关注点，包括追溯的和即时的。当然使用过去的绩效作预测是危险的。过去不是序幕。就如马克·吐温曾经说过的那样，历史会惊人的相似，但历史不会重演。因此，最成功的投资者往往在评判投资策略时并不过分强调过去的绩效，即使这似乎违背其天性。

一个最受尊重的投资界专家、耶鲁大学基金会的戴维·斯温森（2000）在他的《创新投资组合管理》（*Pioneering Portfolio Management*）一书中精辟地指出："投资者们常常不去严格考察驱动过去绩效的因素，反而只是简单地将出色的历史绩效与投资智慧相提并论。"加里·布林森（2005）及其同事曾经教导我们资产配置策略的重要性。他们也坚信单纯关注历史绩效弊端甚多：

> 投资的过往结果很大程度上不过是噪音。这个论述不仅针对短期表现，也适用于长期绩效分析。噪音的定义正说明它无法提供任何有预测性的信息，这也是为什么它不含任何预测性的价值。

在以后的论述中，我们会将数字搁置一边，关掉分析软件，转而仔细陈述基本面指数的理论基础。我们会进一步分析说明为什么我们认为基本面指数在未来将一如既往地表现出它的高效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票逻辑

基本面指数的基础理论简单而合乎逻辑。假设市场是有效的——当然这一点很少有人相信——市值加权投资组合即为最优组合，**如有小的偏离亦无大碍**。但是如果噪音如突发事件、政策干扰、公司行为和其他一些刺激导致市场价格与内在合理价值脱节，市值加权则将会使我们遭受损失，因为它使我们大部分资金集中于市值被高估的资产，而基本面指数不会这样。如果这些噪音是暂时的，那些现在被高估或低估的资产会在将来回归到它们的公平价值，这将为基本面指数带来较大的回报。市值加权指数的权重是与错误定价紧密相关的，同其他与价格无涉的指数相比，其投资组合将会在定价过高的资产上配置更高的权重。

直觉上讲，我们知道错误定价随时可能发生。在前面的章节中我们看到过错误定价的例子。通过历来市值加权投资组合排名前十的名单变化，我们可以很容易看出这些错误定价对投资组合的影响。这份名单的改变既快又猛。罗伯特·希勒（1981）曾提出股票市场的波动幅度远超过了其所代表的市场资产的波动幅度。这个名单变化的现象与他的观点不谋而合。反映在个股层面，希勒的发现可能从总体上而言是由于投资者在快速改变风险度的原因。毕竟，投资者对于实际回报的需求只要下降半个百分点，就可使市场回报增加 15% 或更多，尽管未来的预期不变。但是对于个别公司来讲这是不成立的，因为对 A 股票或者 B 股票的实际回报需求不应有太大差别。我们观察到的市值加权指数排名前十的股票的大幅震荡远远超过公司基础资产的变动，这表明其中快速变化的预期和偏好在发生作用。

表 12－1 显示了 1965 年市值型指数为大众所熟悉的前 10 名的公司——例如通用汽车、美国电话电报公司、新泽西标准石油公司（Standard Oil of New Jersey，现在的埃克森美孚公司）和杜邦公司。1965 年，杜邦以市值计算是美国第 6 大公司。而到了 1970 年，它不再在美国最大的 10 家公司之列。对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1965 年的市值加权指数投资者，杜邦是最令人失望的，因为在以后的 5 年中，它的股价大幅下跌，比大盘的平均表现要大为逊色。它被认为是“失落的天使”。在过去的 42 年里，有 26 位这样的“失落的天使”，而每一位“失落的天使”都给市值加权指数投资者带来了伤痛。

另一种投资组合我们称之为“昙花一现”，这是指进军前十名单但是马上离开的公司。例如，施乐在 1970 年取代杜邦进入排名前十的公司名单，但是 5 年后它也离开了，并且再也没有进入该名单。在过去的 42 年中，有 15 家这样的公司。这些公司从两个方面伤害了投资者：在公司起飞前，投资的额度太小了，不能帮助投资者获得很大的收益，而在公司处于顶峰将要跌出排行榜时，其额度又太大了。表 12－1 显示了价格变化导致了高权重股票异常大的变化，一些大仓位因绩效不佳而退出排名，这给投资者带来极大的财富损失。

如表 12－2 所示，基于公司经济规模基本面衡量指标的指数产生的排名前十的公司名单，变动远小于市值加权指数。这是因为一个公司经济规模的变动比善变的华尔街预期要平缓得多。

一点都不令人惊讶的是，表 12－1 和表 12－2 所列的 1965 年前 10 名的公司的名单是相似的，前 10 名的名单有 8 家是相同的。有趣的是，杜邦在两份名单中都名列第六，而且在随后的 5 年中都掉出了这两份名单。不仅是股价下跌了，杜邦的经济状况也下降了，其总体经营成果已经跟不上经济增长速度。

在过去的 42 年中，基本面指数排名前十的名单远比市值加权指数排名前十的名单要稳定。大公司的经营状况恶化对基本面指数策略也有影响，但是在过去的 42 年中，只有 10 家公司是“失落的天使”，从基本面指数的前十排名中淘汰出局。

基本面指数的前十排名中只有两家公司是“昙花一现”：美国国际集团和世界通信。两家公司的状况都是由于违背了制度性因素造成的。一家公司可以通过激进的财会制度人为地夸大公司的基本面指标，如营业收入、现金流和净资产，而像世界通信之流纯属做假账。基本面指数并非假账检测员，这类公司有可能会骗取到比其应得权重更高的比重。但是，在过去 42 年中基本面指数排名榜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表12-1 市值型权重排名前十企业名单（1965~2007）

排名	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007
1	美国电话电报公司	IBM	美国电话电报公司	IBM	IBM	埃克森	通用电气	微软	通用电气	埃克森美孚
2	通用汽车	美国电话电报公司	IBM	美国电话电报公司	埃克森	通用电气	美国电话电报公司	通用电气	埃克森美孚	通用电气
3	新泽西标准石油公司	通用汽车	新泽西标准石油公司	埃克森	通用电气	IBM	埃克森	思科	花旗集团	花旗集团
4	IBM	柯达	柯达	通用汽车	通用汽车	美国电话电报公司	可口可乐	沃尔玛	微软	微软
5	德士古公司	新泽西标准石油公司	通用汽车	标准石油公司	美国电话电报公司	菲利普莫里斯	菲利普莫里斯	埃克森美孚	辉瑞药业	美国银行
6	杜邦	西尔斯罗巴克	西尔斯罗巴克	美孚	壳牌石油公司	默克制药		英特尔	美国银行	宝洁公司
7	西尔斯罗巴克	德士古公司	宝洁公司	通用电气	阿莫科国际石油公司	百时美施贵宝公司	默克制药	朗讯科技	强生集团	强生集团
8	通用电气	施乐公司	通用电气	加利福尼亚标准石油公司	杜邦	杜邦	IBM	IBM	IBM	辉瑞药业
9	海湾石油公司	通用电气	阿莫科国际石油公司	大西洋里奇菲尔德	西尔斯罗巴克	阿莫科国际石油公司	宝洁公司	花旗集团	美国国际集团	奥驰亚集团
10	柯达	海湾石油公司	雪佛龙	壳牌石油公司	柯达	贝尔南方	杜邦	美国在线	英特尔	摩根大通

新晋前十　失落的天使　昙花一现

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表12-2 基本面权重排名前十企业名单（1965～2007）

排名	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007
1	通用汽车	美国电话电报公司	美国电话电报公司	美国电话电报公司	美国电话电报公司	埃克森	埃克森	埃克森美孚	埃克森美孚	埃克森美孚
2	美国电话电报公司	通用汽车	通用汽车	通用汽车	埃克森	IBM	IBM	福特汽车	花旗集团	通用电气
3	新泽西标准石油公司	新泽西标准石油公司	新泽西标准石油公司	埃克森	IBM	通用汽车	通用汽车	通用电气	通用电气	花旗集团
4	福特汽车	福特汽车	IBM	IBM	通用汽车	福特汽车	福特汽车	福特汽车	沃尔玛	微软
5	德士古公司	IBM	德士古公司	美孚	美孚	美国电话电报公司	通用电气	花旗集团	房利美	美国银行
6	杜邦	德士古公司	福特汽车	福特汽车	德士古公司	埃克森	美国电话电报公司	美国电话电报公司	美国银行	沃尔玛
7	通用电气	海湾石油公司	海湾石油公司	德士古公司	阿莫科国际石油公司	通用电气	美孚	菲利普莫里斯	美国电话电报公司	弗莱森电讯
8	西尔斯罗巴克	美孚	美孚	通用电气	雪佛龙	杜邦	菲利普莫里斯	房利美	雪佛龙	雪佛龙
9	IBM	通用电气	加利福尼亚标准石油公司	海湾石油公司	通用电气	雪佛龙	杜邦	世界通信	通用汽车	美驰亚集团
10	加利福尼亚标准石油公司	西尔斯罗巴克	西尔斯罗巴克	加利福尼亚标准石油公司	杜邦	阿莫科国际石油公司	雪佛龙	IBM	美国国际集团	辉瑞药业

新晋前十　　失落的天使　　昙花一现

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只出现这样两例“昙花一现”，这极好地证明了公司经济规模的稳定性。比起42年来市值型指数前十名单中有15家公司在泡沫和时势变迁中大起大落，基本面指数前十名单这么多年间出现区区一家做假公司的记录算相当好了。

如果一个指数只存在少量的“失落的天使”和“昙花一现”，那么由此类公司的表现恶化带来的绩效损失也相应较小。近年来，锐联基本面美国大盘指数只发生过10次所投资的重量级公司状况糟糕到被淘汰出前十的情况，而同样情况市值加权指数则发生过26次。当然，该讨论仅仅集中于指数的重仓股，但类似的绩效不良者被赋予高权重而绩效优胜者被赋予低权重是一种自上而下的普遍效应。基本面指数旨在淡化由此带来的绩效损失。

这些结果带来的一个细节颇具玩味。假设一个公司在市值加权指数中排名是第五位，而在基本面指数中名列第八。如果市值排序随后升高了，我们可能会说市值型权重引导基本面权重，前者更具有前瞻性。反之，如果市值排序随后降低了，我们可能会说基本面权重引导市值型权重，基本面指数更具有前瞻性。

这些数据说明了什么呢？基本面指数权重有41次被证明更具有前瞻性，而市值型权重有23次更有前瞻性。如果用抛硬币为例，在64次中41次正面向上的概率，比1%的可能性还要少。

现在与未来：“华尔街正确”的概率

基本面指数和市值加权指数的投资组合按不同的方法设计，代表了不同的经济观点。基本面指数投资组合反映的是当前的经济，即按公司现有经济规模决定对每只股票的分配，其权重反映它在当前的经济中所处的地位。这也并非完美的解决方案，因为上市公司仅仅是经济的一部分。私有化公司和政府机构对于经济规模也是有贡献的，但是它们没有反映在基本面指数投资组合内。同样的，任何单一指标因素，甚至基本面所用的四种综合因素，都很难精确衡量一个公司的真实经济规模。然而，基本面指数策略及其四因素标准基本上真实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地捕捉到了经济现状下的上市公司组成部分。

与此相反，市值加权指数反映华尔街对于未来经济的预测。有美好前景和高市盈率的公司按预测未来将有更大发展。事实上，因为股价要与未来十几年现金流的净现值相匹配，市值加权指数是对未来经济的预测，不是明天或者是明年，而是未来的十几年。市场现在为这些未来预期的成功买单，权当这些成长预期都能实现。这样会导致更高的估值倍数，并使那些成长型股票得到更大的市值。结果是扬预测中的未来之星，抑前景不被看好的目前业界领袖。从表面上来看，建立一个反映未来的投资组合比建立一个反映现在的投资组合更明智。投资者看到成长型公司创新的、有用的产品和服务，从而对公司未来的经济状况抱有极大的信心。当然，投资者希望能够获得他们投资组合中那些公司的胜利果实。此外，股价也包含了投资者对于该公司的一个长期价值的判断。

可是，这种未来导向型的观点存在两个问题。其一，如果市场是有效的，投资者应能正确地预付公司未来预期的成长。假设预期成长率完全成为既定事实，投资者付出的成本应正好使该股票未来的风险调整后回报率与全面市场回报率相等，其中也包括受冷落的价值型股票。其二，市场对于单个公司、行业和市场本身以及国家的未来估算多半是错误的，这些错误或大或小，可能是长期存在的也可能是短期存在的。研究表明人们预期公司未来收益的能力相当弱。[①] 透过预测未来的水晶球看一年以后尚且模糊不定，而看两三年之后的未来则根本看不透了。

股价等于我们投资未来几十年内的净现金流折现的总和。在阿诺德和李（2008）的研究草稿中，研究了“千里眼价值”（假设投资者对未来的预测完全正确），我们检验了标准普尔 500 指数原始的排名前十的公司的数据，发现从 1957 年起，过去 50 年有 80% 的价值属于“千里眼价值”。现在的股价作为

---

① 这个观点可以参见利特尔（Ian M. D. Little）发表在《牛津大学统计研究所学报》（*Bulletin of Oxford Institute of Statistics*）上的名篇《乱七八糟的成长》（*Higgledy – Piggledy Growth*）。正如许多现代金融理论的先锋一样，虽然利特尔快接近 90 高龄，他的想法在当前还是适用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对未来现金流的最好的估计，折现回 1957 年，只相当于这 10 家公司 1957 年 20% 的价值。市场对公司的估价就是对其未来现金流量的一个长期估计。你想知道到 2058 年通用电气、微软或是埃弗森电器将占美国经济多大的比重吗？这些公司可能在 50 年后都不一定会进入排名前二十五的行列。现在价格与未来现金流量“千里眼价值”比较存在巨大误差，这是必然而非偶然。

检验市值加权指数和基本面指数投资组合的历史行业分布是有建设性的，因为“今天和明天”的权重差异通常也会累计表现在行业构成上。图 12－1 和图12－2显示了这两种指数长期以来指数行业分布的相对稳定性。（请注意我们进行了两年期数据平滑处理，否则市值加权指数的图会因锯齿状起伏过猛而无可读性。）

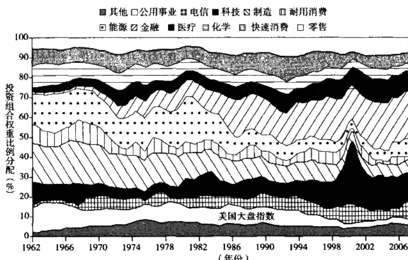


图 12－1　市值加权行业配置（1962 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

在市值加权行业分布图中，图 12－1 有两个大的明显凸起。最近的一次是 2000 年科技和电信行业达到顶峰。这三个行业的联合权重在 1990 年代中期不到 20%，到泡沫顶峰时已经超过 40%。在 1990 年代末期曾有关于“新模式”的广泛讨论，认为科技行业将会产生前所未有的经济增长。事实上，网络和科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技行业的迅猛腾飞使得人们相信它们在未来还会以同样倍数增长，以未来净现金流计算的话，这些行业将在未来的几十年内占领超过一半的市场经济。然而当这些公司的利润和营业收入没有像所预期的那样快速增长时，科技股的价格大跌，同时该行业权重大大缩水。

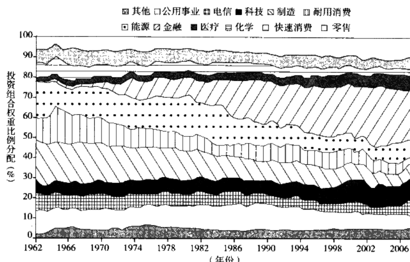


图 12－2　基本面指数行业配置（1962 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

1980 年代早期市值加权指数能源行业的权重也具有启发性。当时的高通胀率、看起来牢不可破的欧佩克联盟和不断提升的商品价格导致了许多关于原油价格的猜想，认为其可能会升至每桶 100 美元。这一预测在 25 年后而非猜想之后的几个月才最终成真。能源股票价格在投机热情下水涨船高，在短短的三年内，股价上升使其行业权重变为原来的两倍——在 1981 年达到 30%。但是在科技泡沫的顶端，原油价格跌破每桶 10 美元，投资者将能源股视为“死水一潭”，尽管这些公司几十年来利润和营业收入有所增长，但是该行业的比重还是跌至 5% 以下。

随着市值加权指数某些行业的急速增长，整个指数投资组合更加趋于集中。在极端情况下，例如科技泡沫或者是能源泡沫中，传统指数基金应有的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金分散功能严重失衡。在1990～1999年期间，市值加权指数基金最大的行业权重范围是16%～22%，符合被动型指数投资的分散化设计。但是随后的几年，一切都发生了改变。科技行业所占比例爬升到31%。也就是说，未来美国1/3的利润都将会来自科技行业。而当时该行业的营业收入还不到总额的10%。市值加权投资组合没有固有的重新调整权重的机制，这样的一个投资组合具有显著的追逐收益的行为——大多数资金投资于已获成功的赢家，而很少的资金投资于现在的失败者——正如我们在第三章中所讨论的一样，这样的投资组合会遭受分散化不足产生的负面效应。

行业权重的起伏带来的影响非常明显。如果预测有误的话，投资的资金将面临很大的风险。即使华尔街的预测是对的，投资者也仅仅是达到预期而已，不会有什么净利益：受到追捧的行业逐渐变大，但是**由于投资者已经为它的成长预先支付过了，所以不会有任何净收益**。他们仅仅是获得了市场回报并且输赢并不对称。也就是说，如果预测如期实现，也只能获得平均市场回报；如果恰恰相反，投资者将会有损失，并且损失惨重。就如《爱丽丝梦游仙境》中红心女皇所说，“规则是这样的：你尽全力跑也只能待在原地，如果你想前进，那么你必须以双倍的速度向前跑”，避免陷入这种结局的最佳方法可能就是避免追逐热点行业。

基本面指数行业权重的改变是平缓的，随经济发展演变逐步进行。如图12－2所示，行业分布没有大起大落。事实上，当营业收入或者利润达到顶峰时，该行业会表现出一定程度的调整，因为某些趋势被保持，而某些则没有。即使如此，每年的年度投资组合权重重新调整确保了规则，从而避免了市值加权指数特有的追逐热点的行为。尽管当重新调整投资组合权重时会与市值加权指数一些极端的赌注逆反，基本面指数投资组合仍然维持着相当低的换手率。优胜者根据其经济规模被重新分配权重，多余资金可投资于那些近期基本面指标超过其股价的公司。这个策略巧妙地把握住了主要的市场动态和整体经济变革——例如，金融、医疗保健和科技行业的日趋重要以及制造业、基础工业（如化工）和耐用消费品行业的退居二线——这正是约瑟夫·熊彼特所说的“创造性地破灭”。通过采纳数百家公司的经济规模来决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定权重配置，基本面指数策略发掘冷门行业，避免过度投资于过热行业的投机行为。更重要的是，它避免了那些常见的泡沫、追逐热点所带来的显著的回报拖累。

从另一个角度来看这两幅图。许多人从学术的以及指数的定义出发，认为基本面指数投资组合是一个主动型管理的投资策略。可是，图 12－2 中我们看到基本面指数的综合行业权重表现了相当平稳的改变，反映出宏观经济的渐变过程。恰恰是被他们认为是代表被动型投资管理理念的市值加权指数，在图 12－1 中各行业权重快速多变，反映出快速变动的市场预期及对于哪些行业会急涨猛跌的不断猜测。图 12－1 中没有重新调整投资组合权重的机制，而图 12－2 中，公司和行业按经济比重重新调整权重，与市值加权指数某些极端乐观或悲观的看法完全相反。

华尔街错在哪里

在市值加权指数中，未来预期高的公司相对于其经济规模会被过度地持有。另一方面，未来预期不理想的公司将会被赋予更小的权重以反映其未来萎缩的经济地位。这类预期常常不能应验，而市值加权指数会因此受到惩罚。那么我们是否有理由认为同样的错误在未来仍会发生呢？这个问题至关重要，因为这些错误正是市值加权指数的致命弱点。

金融学教授有许多理论来解释诸如为什么错误定价会持续存在并且有时会带来泡沫。[①] 不幸的是，传统金融界和行为金融界多年来互不来往，缺乏交流。传统理论认为行为金融主义缺乏数学的严谨并且没有模型解释市场平衡点的状态。行为主义则蔑视古典派所信仰的有效市场假设和一系列简单但实际的

① 参见 Barberis, Shleifer, and Vishny, 1998; Benartzi and Thaler, 1995; Camerer, Loewenstein, and Rabin, 2003; Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam, 1998; Kahneman and Tversky, 1979; Rabin, 1998; Shefrin, 2002; and Shleifer, 1999。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



错误假设。我们认为仅仅简单地将噪音加入古典模型就是双方互相迈进的一大步——尽管这样会使那些简单的模型复杂化。因为传统金融理论非常依赖于有效市场论，大部分意图解释定价错误的理论植根于行为金融学，该理论认为人们在做投资决定时缺乏理性或是一贯性。

一个解释指出人性趋向于为潜在的巨大回报支付溢价。人们被巨大的回报所吸引而心甘情愿地接受很小的可能性，这并不仅限于金融界。每周末，都有数以百万计的美国人完全无视渺茫的希望去购买中奖率不到 1.75 亿分之一的 1200 万奖金加州六合彩（Carey，2007）。[①]

在股票市场，寻找“下一个微软”（那些超过最高预期快速成长的公司）的愿望是强烈的。彼得·林奇（Peter Lynch）将这些公司称为“10 倍股”（10 – bagger）公司，因为它们会在很短的时间内增长 10 倍。当然，那些没有成为“明星”的股票通常也会给投资者带来极大的失望。许多股票出现在这两个极端，这一点在纳斯达克指数中体现得尤为明显。购买 20 只股票仅仅是愚蠢地为了找到一个“10 倍股”公司。但是，**这正是市场在高估值倍数达到顶点时的集体表现**。彩票的例子就可以反映投资者（或者说，投机者）对寻找那种公司锲而不舍的决心。然而，市值加权指数是将这类投资者和他们哄抬产生的价格作为有效市场的理性现象来对待的。

过度强调近期表现和其可持续性也可以解释投资者的非理性行为。这一点同时适用于共同基金的投资者（回想我们关于追逐昨日之星、追风投资于已成功的基金、策略和资产类型的讨论），以及专业的分析师和投资组合管理者。在科技和能源行业的泡沫这两个时隔 20 年彼此无关的例子中，投资专家都是依照历史表现仓促作出结论。而且在科技泡沫顶峰，**投资专家**延伸了能源和制造行业较差的近期结果从而作出了错误估计。

一个公司最近的结果和市场对它未来的预期往往具有引人注目的相关性。

---

① 具有专业知识的人也不能幸免。我们的营销团队在每年公司年底的聚餐会上都会为每个职工买彩票。今年，我们买了 175 美元的彩票，才赚了 10 美元。谢天谢地，我们投资策略的回报还没有这么糟糕！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个相当顽固的预测错误可能缘于大量的财经信息泛滥。因为有如此多的决策变量，可想而知分析师势必专注于（在行为金融的术语中是“anchor on”）最近的历史结果。行为金融学将这种现象称为“代表性心理现象”。凭经验和不正确的“代表性”取代了原本应该对于潜在结果作出的综合理性分析。尽管决策者走此“捷径”，仅仅片面依赖近期表现作出结论，但他们往往对自己的估计非常有信心。

最后，代理问题揭示了为何成长前景被看好的股票在市值加权指数基金中具有大仓位。记住，主动型投资组合的职业经理有两个角色：运作客户的资金和保住自己的业务。这两个角色可能是相互矛盾的。为了保住业务，投资经理们需要客户。当绩效好的时候，客户保留是容易的；当绩效不好时，客户则容易流失。所以，表面看起来似乎利益一致。但问题是，当绩效表现差时，经理们可能选择那些容易解释的决策而非那些解释起来比较困难的决策，而忽略决策可能产生的市场回报。通常，表现不好的基金经理发现对客户解释持有那些最近有成功表现的成长性股票远比解释持有不被看好有负面新闻的股票要容易得多。与众不同需要很大的勇气，这解释了为什么我们看到很多投资组合的管理者持有“热门的”股票。他们之间流传着一句格言：“你永远不会因为持有‘IBM’而被炒掉”（也就是说你可能因为持有不知名的且不好解释的公司股票而被炒掉）。

许多顾客鼓励这种行为，将“好的公司”同“好的投资机会”混为一谈。圣克拉拉大学知名行为金融学教授赫什·谢夫林（Hersh Shefrin）（2007）对于英特尔和 Unisys 有过这样的比较：

> 这两只股票提供的信息很可能使投资者认为在这段期间英特尔与 Unisys 相比是一家更好的公司，尤其是基于过去五年的营业收入、市值和留存收益的数据的分析。假设投资者依据近期表现判断风险和收益，他们因此相信更好的股票会有更好的预期收益。此外，他们认为财大气粗的公司其股票更安全。于是他们会趋向于判断英特尔股票是一个更佳的选择，因为他们认为英特尔是一家比 Unisys 更好的公司。这样，他们不但会认为英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特尔股票有更佳的风险回报率，而且，他们也会认为英特尔是更安全的股票。(p. 5)

类似的案例引发出凯恩斯在1936年的著名论断，这是在文章总结时常被引用的：

……无论谁来管理投资基金，通常是长期投资者在极力促进公众利益，同时也会参与诸多批判。对于普通人来说，他的行为是古灵精怪、非常规的。如果他成功了，大家更会认为是因其另类；如果他短期内失败了，那么也不会收到多少怜悯。常识告诉我们，哪怕以传统方式失败也好过别出心裁的成功。

业务成功同时取决于声誉和投资结果。当投资结果很差的时候，留住投资者的法宝就是好的企业声誉。看起来是鲁莽的投资可能会玷污我们的声誉从而影响我们的业务，即便后来被证明是一种精明的选择。这种动态的关系人为地提升了那些近期看来表现良好并且预期也表现良好的股票在资产组合中所得到的投资份额。

何时需要价值股与小盘股

将股票的权重与公司的经济规模联系起来构成了一个稳定而又系统的投资组合，避免了追逐热点行业、风格、个股或者是卖出暂时表现令人失望的股票。这个基本面指数方法特有的反向交易的过程是一个有效的优势。

要直观地了解基本面指数方法如何能带来超额收益，图12－3显示了从1979年到2007年12月，成长型股票与价值型股票的相对绩效差异，锐联基本面美国大盘指数的价值倾向性的动态移动。从实线来讲，左边纵轴50%的水平意味着在过去的10年，成长型累计收益超过价值型50%，而－25%的水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意味着它的绩效相对差 25%。虚线显示了锐联基本面美国大盘指数长期的价值倾向性；当右边的纵轴值为 1 时，意味着它的价值倾向性近似于罗素 1000 价值型指数，而值为零时，意味着它不带任何偏向性，其价格倾向性与广义市场如罗素 1000 指数相近。当然，因为基本面指数相对于市值加权指数所固有的价值倾向性，它的价值倾向值不可能达到零。

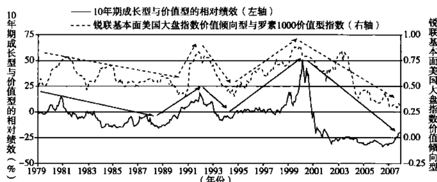


图 12-3 动态价值暴露（1979 年~2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

我们注意到当成长型股票有优胜表现时，锐联基本面美国大盘指数的价值倾向性也越强。这不足为奇。试想 1990 年代末期，成长型股票在 1998~1999 年表现优异，锐联基本面美国大盘指数投资组合却稳定地根据经济规模修正了那些过热的成长型股票并逐步增加那些暂时低迷的价值型股票的持有量。当市场为成长型股票未知的预期增长支付了越来越多的溢价时，基本面指数投资组合表现出了前所未有的价值倾向性，以至于在泡沫的顶端，锐联基本面美国大盘指数的价值倾向性几乎是和罗素 1000 价值型指数投资组合一样大，**尽管基本面指数仍然包含了很多成长型股票**。

这生动地表现了：随着市场为成长型股票支付越来越多的溢价，基本面指数投资组合将会一次又一次调低成长型股票的持有量以和它们的经济规模相匹配，这样在成长型股票达到峰顶时，基本面指数投资组合的价值倾向性也大幅爬升，正好在市场修正期大显身手。当然，这也可以理解为，市场为未来预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



支付了前所未有高的溢价，具备强烈的成长型倾向。两种说法都是正确的。

为了理解这个动态过程，让我们回想一下当时的情况。当时高速成长的股票——思科、微软、朗讯科技和美国在线——迅速地升值，它们在罗素1000成长型指数中占据了越来越重的仓位，并且令那些不太极端的成长股进入罗素1000价值型指数里。而锐联基本面美国大盘指数虽然同样也包含了这些具有魅力的成长型股票，但是只根据其经济规模赋予了较少的权重。相较于市值型指数，锐联基本面美国大盘指数有更多资产分配于价值型股票而非成长型股票，但这仅仅是因为市场对于成长股未来的发展前景支付了空前的溢价。这样一来，锐联基本面美国大盘指数在价值型股票腾飞前会产生很强的价值倾向性。

而当价值型股票获得持续收益的时候，就如在1981～1988年及2000～2006年，一个基本面指数投资组合会日益减少价值倾向性。在这种环境下（如2007年），成长型股票相对于价值型股票只有很小的估值倍数。此时，由于估值倍数对基本面指数投资组合权重不具影响力，基本面指数看起来更像一个核心市值加权投资组合。事实上，许多罗素1000股票组合中包含的成长型股票，在最近的锐联基本面美国大盘指数中赋予更多的权重。例如罗素1000成长型股票组合中持有最多的——如通用电气、沃尔玛和奥驰亚集团——在锐联基本面美国大盘指数的权重均大于罗素1000指数的。事实上，锐联基本面美国大盘指数在1991年初的价值倾向与它在2007年很相似。这两年，成长型股票收益超过价值型股票1000个基点。在如此不利的环境中，基本面指数投资组合的表现如何呢？在1991年，锐联基本面美国大盘指数投资组合获得了31.3%的收益，同期罗素1000指数的收益为33%。在2007年，锐联基本面美国大盘指数投资组合获得了3.2%的收益，同期罗素1000指数的收益为5.8%。虽然绩效略低，但是相差并不大。

在2007年下半年，许多量化价值型投资管理者经历了前所未有的考验。在这样一个大市值成长型股票大获全胜的时期，因为锐联基本面美国大盘指数开始时只有少量价值倾向性（或者说是市值加权指数具有少量成长倾向性），它的回报仅仅滞后于罗素1000指数2.6个百分点，而同期罗素1000成长股超过罗素2000价值股22%，这导致一些对冲基金管理者和一些投资多只对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的基金管理者被迫歇业，另一些则在边缘挣扎。

为什么这些量化价值投资者惨遭重创，而基本面指数却几乎毫发无损呢？因为当时许多基金经理在看到他们的价值策略连续 7 年持续取胜并且表现稳定时，将他们的杠杆增加到 10 倍以上。所以当价值型绩效表现非常差的时候，他们的资产遭受严重损失。而在此期间，基本面指数投资组合压在价值股上的赌注却越来越小。一个大型对冲基金经理在被媒体攻击得焦头烂额时，描述这段市场为“消灭杠杆的历史时期”。其实未必，这也许只是对量化的市场中立型的价值投资组合策略的大围剿。也许正是因为这类策略在不利的市场条件下过度使用杠杆而导致损失惨重。

如图 12－3 所示，锐联基本面美国大盘指数的价值倾向不断变化——当成长股过热时，其价值倾向变大，而在价值股独领风骚之后，其价值倾向变小。注意，基本面指数的价值倾向不仅在成长股大大领先于价值股时变大，在价值股将有突出表现前也变大。这种模式显然增加了投资组合的回报率。

基本面指数方法也对公司规模的倾向性做动态调整。与动态的价值倾向型的例子相仿，基本面指数方法趋向于在那些小市值股票急速上涨前，拥有更多的小市值股票，并且在长期的“小市值股票胜出期”结束时对大市值股票有相对中立的持有。2000 年的锐联基本面美国大盘指数与罗素 1000 指数相比，比 2007 年具有更加明显的小市值倾向。在整个 90 年代，锐联基本面美国大盘指数对于高价格（或者说是大市值）股票以基本面权重重建平衡，而市值加权指数则为其赋予日益增高的权重直至股市崩盘。

在 2000 年泡沫破裂后，市场主要偏向于小市值的股票。如图 12－4 所示，罗素 2000 小盘指数累计收益超过罗素 1000 大盘指数 50%。随着这些股票估值倍数的增加，它们在所代表的市值加权指数内的重要性相应增加。自然而然地，更多的资产被分配于小市值股票，以至于罗素 1000 大盘指数的平均权重市值降低——事实上，它已降低到与锐联基本面美国大盘指数平均权重市值大致相等。正如基本面指数价值倾向型的动态调整，基本面指数方法趋向于在那些小市值股票飞涨前持有更多的小市值股票，而在飞涨末期，则会轻微地倾向于大市值股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

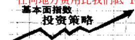




图 12-4 罗素 2000 指数较罗素 1000 指数的累计超额收益率

（2000 年 3 月～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

用数据说话

与市值加权指数不同时期偏爱不同股票的多变不同，基本面指数投资组合避免了指数构建时对估值倍数效应的依赖并且避免了将大量的资金分配于市场新宠。如果市场是有效的，价格与公平价值相匹配，这些特征对基本面指数的绩效无益也无害。但是在一个非有效市场，反向交易于那些泡沫和善变的市场预期则是非常有益的。

传统的绩效归因分析可将投资策略的成功分成三个方面：行业配置、风格和规模倾向以及个股选择。用这个结构来对比基本面指数和市值加权投资组合（如标准普尔 500 指数）的绩效是大有裨益的。在分析相关的统计数据之前，先让我们回顾一下这四个因素的近况：

- 行业配置。通过检验历史行业配置我们可以发现，市场不总是正确地推断哪一个行业在未来是更重要的，总是过高地估计一些行业的重要性，同时又过分轻视了另一些行业。通常，市场错误地夸大了一些迅速成长型企业的成功概率，而过度排挤一些成熟稳定的行业。当这类错误判断被市场修正时，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值加权指数将损失惨重。

● 风格和规模倾向。过去 10 年，成长型与价值型、大盘股与小盘股轮番在市场上占非主导地位。市值加权指数投资者往往追随市场风格波动，不断增持过热资产。

● 个股选择。在过去 42 年中排名前十的股票榜显示了股票价格超过基础资产公平价值的多发频率。在市值加权指数策略下，任何一个排名前十的价格被高估的股票，最终都会掉出前十的排名。在过去的 80 年中，排名前十的股票中只有三只战胜了标准普尔的平均绩效表现。市值加权指数通常会错过许多以低于其公平价值的折价交易的大公司。

表 12－3 通过标准布林森归因分析修改后的版本显示出锐联基本面美国大盘指数和标准普尔 500 指数绩效动态归因的比较，这样可以清楚看出基本面指数回报里各驱动因素的重要性及增值收益的动态与静态组成。

表 12－3 锐联基本面美国大盘指数绩效归因分析（1962 年～2007 年 6 月）

单位：%

累计超额收益率	2.12	
行业配置	0.50	
平均行业暴露		－0.05
动态行业暴露		0.54
风格：成长型 vs. 价值型	1.03	
平均成长型/价值型暴露		0.53
动态成长型/价值型暴露		0.50
规模：大盘 vs. 小盘	0.33	
平均规模暴露		0.13
动态规模暴露		0.20
个股选择	0.26	

注：该方法不同于标准布林森分析方法；详见锐联资产管理公司文章“Research Affiliates Dynamic Value Added Attribution Model”（2007 年 4 月 9 日）。

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在这个分析中，锐联基本面美国大盘指数来自行业配置的年化收益比标准普尔500指数多0.5个百分点，其中来自平均行业的超额收益是负数，不过数量很小，仅有0.05个百分点。这是很正常的，因为在一段相对长的时间里，正如图12-1和图12-2所示的45年中，这两个投资组合有着极为相似的分布。但是，在中短期，市值加权指数在某些行业价格上升时，会加大对它们的权重配置，而在某些行业的价格下降后，又会减少对它们的权重配置，而这个变化往往是同这些公司的经济规模不相关的。锐联基本面美国大盘指数通过避免追逐未来的热点，承受市场修正带来的损失；反向交易于那些基于未来预期的泡沫，获得了可观的超额收益。1962～2007年间，锐联基本面美国大盘指数通过动态行业分布相较于标准普尔增加了0.54个百分点的价值。

基本面指数策略通常随着时间的推移呈现出净价值倾向。这点也体现在我们的动态绩效归因分析中。该分析显示，基本面指数平均价值倾向增加了0.53个百分点。换而言之，当价值股的市场表现始终优于成长股时，基本面指数因为总是带有一定价值股倾向，会占优势。然而，如归因分析所示，基本面指数投资策略的动态价值调整对收益同样重要。当市场将筹码日益增加于那些价格飞速增长的股票时，基本面指数投资组合将会对这些股票的持有调低；当市场对那些成长型股票进行惩罚，转而青睐于价值型股票时，基本面指数会相应减少价值型股票，同时买进成长型股票。这个战略在成长型长期表现较好之后，进行战术转移增加价值型的投入，而在价值型股票经历了较长的较好表现后，则减小价值倾向。这个动态的价值倾向调整为锐联基本面美国大盘指数贡献了大约0.5个百分点的超额收益。

值得强调的是，基本面指数投资组合相对于市值加权投资组合最坏的情况不是当价值处于长期获胜的局面之时，而是当市场开始变得偏爱于成长型股票之时，如在1991年和2007年，我们的价值倾向非常的微小——这不同于许多价值型投资策略——从而不会受到太大的伤害。基本面指数策略最坏的情形是当**成长型股票**已经在一个相当长的时间内表现良好以至于基本面指数投资组合的价值倾向已经变得比较明显之时，**而市场持续追捧成长型股票**。这就是1998和1999年发生的情况，那是锐联基本面美国大盘指数绩效表现最糟糕的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年。但是，好消息是，这种情况不会无限期地继续下去。我们在成长型市场所承受的损失越多，在其后的逆转中将会获得更多的收益。

从规模的角度来看（小市值对应大市值），情况与风格倾向相似，但不如风格效应那么明显。正如我们在第十章所提到的，小市值公司的市场估值倍数通常会打折扣，因此锐联基本面美国大盘指数会表现出一个小市值的倾向性。根据它们的经济规模重新赋权重，调高小市值公司的权重。我们的数据分析证实了这一点。锐联基本面美国大盘指数从它温和的平均小市值倾向中只获取了较小的超额收益——0.13 个百分点。与市场偏好相反的动态调整为基本面指数贡献 0.2 个百分点的年化超额收益。当然，在 2007 年，市场偏爱小市值股票，锐联基本面美国大盘指数以其基本面作为判断标准，反而降低了它们的权重。这样一来，基本面指数与市值加权指数相比，反倒出现一定的大市值倾向。

尽管没有进行刻意的个股选择，这个因素还是为基本面指数方法带来了 0.26 个百分点的超额收益，与其他三个因素共同造就了基本面指数 2.12 个百分点的年化超额收益。来自个股选择的贡献非常有趣，因为基本面指数投资组合几乎完全不做股票选择。但是我们的确发现这个方法选出了被市值加权指数冷落的股票。正如我们在第二章中所示，可能此类公司只占基本面指数投资组合的 2% ~4%，但它们比其他公司多创造约 10 个百分点的收益。

通过这部分分析可以得出两个关键结论。首先，通过比较基本面指数与市值加权指数历史上的行业配置、风格和规模倾向、个股选择，我们看到基本面指数的超额回报不仅仅来自或局限于其价值倾向。其次，基本面指数优势不能归因于简单的、固定的对于小市值、价值型股票或是“冷门”股票的倾向性。基本面指数超过 2/3 的收益来自其动态调整的过程。而其平均的行业、规模和风格倾向仅仅解释了 30% 的总超额收益。

这个直截了当的被动配置股票资产的投资组合方法依据公司经济规模决定权重，避免了市值加权指数在行业、风格或者个股上的极端赌注。正是这个动态调整的元素成为基本面指数赋权重方法简单而有力的武器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基本面指数策略与水晶球

通过各种不同市场和不同时间段的验证，基本面指数方法动态的本质为投资者增加了价值。我们有理由相信这个收益是结构性的，不会仅仅因为我们目前发现它就逐渐消失。我们可以假设能预见未来，来检验一个策略的有效性。

假设有一家投资管理公司，我们姑且称之为水晶球资产管理公司，它对市场的投资风格有先见之明。它可以100%预见三年后的未来，知道成长型股票是否将会表现得比价值型股票好或者是相反。有了这些信息，它可以决定将自己的资产100%投资于罗素1000大盘成长指数或者是罗素1000大盘价值指数。

假设1978年底水晶球资产管理公司正式开张，在1979年1月1日投资1美元于罗素1000大盘成长指数。在其后的三年，成长股的年化收益比罗素1000价值指数高39个基点。随后三年，水晶球又100%投资于罗素1000价值指数——当时的赢家策略。每三年，水晶球决定其策略风格，并且总是大赢家。注意，这样三年一次的策略重新评估正好在1994～1999年投资成长型，而在2000～2005年转为投资价值型，非常完美地把握了整个泡沫时期。这样一来，水晶球资产管理公司1978～2005年的年化收益率将会是16.4%；与之相比，标准普尔500指数是13.3%。当然我们无法分析最近三年的情况，因为正处于进行中，所以我们不知道水晶球资产管理公司在2006～2008年会选择哪种风格，在完成此书时，两种情况都有可能发生。

毫无疑问，每一个投资顾问、养老金董事会和慈善基金委员会成员将会排队投资于水晶球基金，因为投资者们的预见准确度与之相比完全望尘莫及。但是基本面指数策略显示了在不同市场风格的动态资产配置能力。诚然，这种倾向调整并不体现任何关于行业或者风格的相对估值和预期回报的判断。基本面指数投资组合没有雇用战略组或者是对投资风格或公司进行研究分析，也从来没有100%的投资于价值型或成长型。事实上，如图12-3所示，我们只转移了不到1/3的资金。可以说，这个转移缘于公司经济规模的重建平衡与相对于市值加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权投资组合的反向操作。通过这个做法我们避免了极端价格与其后的逆转所带来的损害。总而言之，基本面指数相对于市值加权指数的确有风格的调整。

基本面指数投资组合相较于水晶球投资组合表现如何呢？不出所料，其表现不如水晶球基金，但是绩效惊人地接近。正如图 12－5 所示，与水晶球投资组合的 16.4% 年化收益率相比，锐联基本面美国大盘指数赢得了 15.7% 的年化收益率。基本面指数策略及其动态投资组合调整，获取了 74% 的价值增加，可以与假想的三年期成长股/价值股择时完美组合策略相媲美。水晶球资产管理公司是不存在的，但是投资者可以通过基本面指数投资策略获得真实的收益。

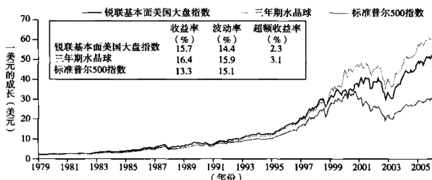


图 12－5　锐联基本面美国大盘指数与水晶球（1978～2006）

资料来源：锐联资产管理公司。

基本面指数策略适用于债券市场吗

一个投资策略是否有效的关键衡量因素是它在其他市场上是否具有生命力。我们已经展示了基本面指数是如何在广泛的股票市场上有效运行的，但是怀疑者可能反驳说，权益市场目前都是高度相关的，所以即使是额外的样本外检验也是不足为信的。然而，债券市场是一个与股票市场截然不同的投资范畴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大多数债券指数是市值加权的，如果定价错误存在的话，也会遭受类似股票市场上一样的回报拖累。许多大型债券管理者对这个理念表示怀疑，理由非常简单：发行债券越多的公司在债券指数中会占有越大的比重。完全没错！当一家公司发行越多的债券，债券指数基金就不得不买越多这个公司的债券。难道我们会仅仅因为有公司发行了更多的债券而愿意进一步增加该公司债券的持有额吗？

在债券市场，错误定价发生几率随其投资级别而不同。以高投资级别为例，美国政府债券及高评级的大公司债券的公平价值相对容易决定。因为此类债券的现金流量、折现率已知，可以得出相应的公平价值。这与股票中存在的大量未知数有天壤之别。债券投资者基本上可以指望定期收到票息，到期时拿回本金。

让我们回顾一下，基本面指数的增值与定价误差的平方是成比例的。也就是说，如果债券的价差是股票价差的 1/10，那么债券的增值只有股票增值的 1%。基本面指数投资组合比市值加权投资组合在股票上通常多 200～300 个基点，也就是说，在债券上可增加 2～3 个基点。这种增值额太小，不值得大动干戈。因此，我们将不对高可投资级别债券进行基本面概念的检验。① 相反，我们将聚焦于高收益债券与新兴市场债券。

高收益债券

发行低可投资级别、高收益债券的公司，其偿债能力取决于它近期的运营状况和经济环境。这种不确定性给高收益债券带来很大的价格误差。与股票市场相似，市值加权债券指数将过多持有价格被高估的债券，而对价格被低估的债券持有不够。像股票一样，我们也不能事先知道哪个被高估。而且随着经济环境的改变，对一个公司的债券进行估算比对它的股票进行估算来得容易。此外，垃圾债券的投资者是否可以拿回利息或本金在短短几年内已基本清楚，不

① 如果您有两个价值 50 美元的资产，但一个价值被高估了 10 美元，另一个被低估了 10 美元。当市场价格最终接近公平价值时，市值加权法的回报相较于等权重法低了 4%。但是，如果估价误差只有 1 美元，绩效拖累就只有 0.04%；这种拖累太小，不值得我们过于关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像股票市场，可能需要几十年的时间才能知道其最终公平价值。这种价差的加速挖掘使得与市价无关的指数理论更具收益基础。

我们将沿用在股票市场的做法，验证基本面指数概念在高收益债券的应用。根据债券发行公司的营业收入、分红、现金流、净资产，我们构建了一系列基本面高收益债券指数。另外，我们也创造了一个基本面综合指数，是对以上四个指标等额配置权重所产生的一个指数。所有四个基本面指标指数均胜出美林的价格加权指数。1997～2006年，分红基本面以9.9%的年化收益率遥遥领先，而同一时期，紧随其后的分别是以营业收入、现金流和净资产衡量的基本面指数，而美林高收益第二代指数的年化收益率则为6.6%。图12－6显示了锐联基本面高收益债券指数与市值加权指数的绩效。锐联基本面高收益债券指数最终以8.4%的绩效，胜出美林190个基点。按三年期滚动收益率来看，锐联基本面高收益债券指数均高于对方。而且，在高收益债券回报表现在10%以下时，锐联基本面指数的表现尤为突出。这表明来自市值加权的回报拖累并非股票独有。

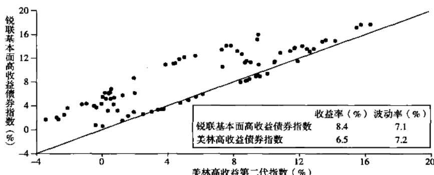
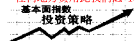


图12－6　锐联基本面高收益债券与美林高收益第二代指数：三年期滚动收益率（1997～2006）

资料来源：锐联资产管理公司。

基本面指数在股票市场行之有效的一些动态因素同样在高收益债券领域也适用。例如科技类公司的股票在泡沫时期会以前所未有的高估值倍数交易，同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的，它们得以发行大量债券。这类公司大多数缺乏偿债的长期记录，大多属于次投资级别。然而，当投资人对它们未来发展的盲目信任将其股票一再推上新高时，同样的预期也导致了市场允许它们积累更多的债务。随着公司债务的增加，它们在市值加权高收益债券指数的权重也水涨船高，基本面指数则不然。

新兴市场债券

与高收益债券相似，新兴市场的国债价格深受市场噪音及违约风险评估的影响。过去15年中，出现过几次大的价格波动——1994年墨西哥比索危机、1997年亚洲金融风暴、1998年俄罗斯违约和2002年阿根廷违约。这类危机可导致某国家（地区）的国债价格降至其公平价值以下，在价格加权指数中，它们的所占比则会被低估。根据这种价格波动，我们相信基本面指数方法适合于新兴国家债券的投资。

要验证此假设，我们做了更多的工作。对于国家而言，营业收入、利润、净资产或分红，都无从谈起。以下是我们使用的国家基本面指标：

- 人口
- 面积
- 国内生产总值
- 石油消费量
- 政府支出
- 政府债务总和

基于之前对股票市场的研究，我们发现，任何单一指标都有其局限性，所以我们决定综合使用多种指标。

以上的诸多指标和一个国家的经济实力是直接相关的。比如，国内生产总值衡量一个国家所有最终产品和服务的市场价值，体现其经济规模，大致等同于一个企业的营业收入。同样，消费能源多的国家自然有更多的经济行为。人口说明其劳动力资源。面积可能有争议，但国土面积与自然资源及发展机会颇有关联。而且，这确实是反映国家“大小”的指标，不是吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与股票指数的原理相同，基本面指数策略在新兴市场债券上应用的关键之处在于消除价格（及价差）和指数权重之间的联系。图 12－7 中展示了基本面系列与价格加权投资组合的绩效比较。所有六个基本面指标都超过了价格加权投资组合。将上述六个基本面指标等权重复合为指数，其创下 370 个基点的年化超额收益，甚至比美国股票市场的超额收益还高！我们认为这不是因为与股票市场相比，债券市场存在更大的定价错误，而是因为债券领域的“定价误差发现”更快。此外，债券不存在价值或小市值溢价，因此认为基本面指数方法仅仅胜在风格倾向的论断是不成立的。

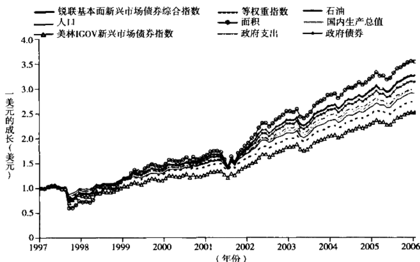


图 12－7　锐联基本面新兴市场债券（1997～2006）

注：锐联（新兴市场债券）。

人口：美国人口普查局（2005）。

面积：美国中情局《世界概况》（2006）。

GDP：世界银行统计（2004）。

石油消费量：美国中情局《世界概况》（2005）。

政府支出：美国中情局《世界概况》（2006）。

政府债券：美国中情局《世界概况》（2005）。

美林新兴市场债券指数：彭博新闻社代码 IGOV（国外主权债券 BBB＋或更低等级）。

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结 论

基于我们对于不同市场和不同时期的研究，我们有充分理由相信基本面指数方法的有效性。现在是投资者做决策的时候了。尽管一些投资者已经做出了选择，基本面指数策略仍处于婴儿期。大概已经有200亿美元的资金流入了基本面指数策略，相对于5万亿美元的传统指数基金和50万亿美元的全球股票市场，这个数目还微不足道。是否应用基本面指数策略进行投资的资金，日后的增加将会导致其最终失败？我们并不这样认为。我们有很多理由相信基本面指数投资这一概念在未来仍将增加价值，并且将被广泛采纳。

传统的市值加权指数将会继续配置大多数资金到那些近期热点股票、行业和投资风格。那些被市场预期一致看好的股票将会得到最多的资产配置。市场有时候是正确的，有时候是错误的。当市场正确的时候，投资者已为这个预期全额买单，并没有什么净收益；当市场不正确的时候，投资者将为近视的表现、将好公司与好股票混为一谈等错误付出沉重代价。

正如我们所看到的，基本面指数在全球市场及非股票门类均是一个有效率的投资方法。它相对于市值加权或是价格加权的优势同样体现在债券市场上。我们知道在固定收益市场上是不存在小市值或是价值溢价的。我们同样知道噪音和随之而来的定价误差像在其他市场存在一样存在于这个市场，这就足以使基本面指数在这个市场上找到机会大显身手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

在低收益率的市场中寻找机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与其事前担心，不如事前思考和规划。

——温斯顿·丘吉尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

俗话说，“时机决定一切”。我们出门上班的那一刻、我们换工作的那一年以及我们遇到知己的那一天，每一个选择都影响着我们的生活和事业。同样，在投资界，即使是最好的投资策略，如果推出的时机不当，也可能会在相当长一段时间内表现不佳。基本面指数策略历史上的长期表现和理性已经有目共睹，那么其收益在接下来几年的市场又会是怎样的呢？

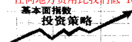
科技泡沫及其带来的后果为所有与价格无关联的指数提供了成长的沃土。但是，这段特殊的历史时期已经过去。因此，有些人认为基本面指数已经被扼杀在摇篮中了。我们不同意这种说法。在本章中，我们将剖析未来可能出现的市场环境及游戏规则的改变，从而显示市值加权指数与生俱来的回报拖累与基本面指数超额收益的持久性。

投资者的理性期望

基本面指数投资策略的未来取决于股票市场本身。基于过去的绩效推断未来的回报可谓是最糟糕的方法。事实上，一项投资在某段时期的出色绩效总能为其历史整体表现大大添色。然而，往往该投资的未来回报也于此时开始走下坡路。

让我们来看看过去25年一个很明显的例子：美国长期政府债券从1982年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



起平均每年产生10%的年化收益率。那么债券投资者们是否应该以此来建立他们的预期呢？他们是否可以说“既然过去长达25年间的年收益率为10%，那么未来的年收益率也将会是如此”？当然不可以。债券投资者是根据收益率来建立收益预期值的。他们会说：“过去两位数的回报真是幸运，但是现在收益率降低了，那么我们的预期收益也会随之调整为4%～5%。”

由过去盲目推断未来预期的危险性在波动性强的资产类别（如股票等投资）中格外突出。例如，以标准普尔500指数来衡量，美国股票从1926年以来平均有10.4%的收益率，但是只有三年——1968、1993和2004年的收益率与此平均数相差在1%以内。虽然债券收益率很大程度上取决于其所付利息，预测本身是非常困难的。因此，2003年诺贝尔经济学奖得主克莱夫·格兰杰（Clive W. J. Granger）对市场预测进行了如下总结：“预测者的保命秘法就是要么给出一个数字要么给出一个时间，千万不要同时提供这两个数据。”（Grinold and Kroner，2002）

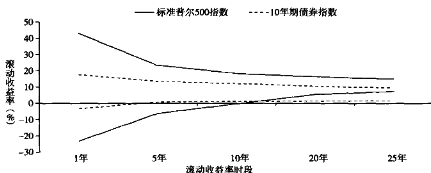


图13－1　不同时段的股票与债券收益率（1928年～2007年6月）

注：包括90%的观察数据。

资料来源：锐联资产管理公司。

不过，当期间延伸至较为长期的时间之后，我们就可以预测得比较有信心一点。图13－1显示了股票和债券在不同持有期内的收益范围区间：随着时间区间的增加，从1年变为20年，回报变动区间也相应变窄。因此，我们经常被人建议制定长期预期。如此一来，尽管市场涨涨跌跌，但随着时间的加长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上的自然涨跌相互抵消，我们的预期收益也就更容易达到了。如图所示，进行短期预测绝非易事。

预测债券收益率

接下来，我们将对市场今后 10～20 年的收益率进行预测。一项投资可通过三种形式创造收益：收入、收入的增长以及估值倍数的改变。在这三种形式当中，前两种是相对比较容易预测的。我们可以通过获取主要资产类别的近期收益率和历史收益增长率的数据来预测。然而，对估值倍数改变的预测则要相对困难。即便如此，我们还是有办法的，我们发现如果利率相对历史水平较低的话，估值倍数往往也下降；而相对较高的利率往往预示着高点后的调整和估值倍数的升高。

尽管长期的股票收益率是我们主要关注的目标，我们也想简要讨论一下债券收益率，因为这能帮助我们评估股票风险溢价——即股票相对于国债的超额预期收益率。债券与股票为争夺投资资金而竞争。当固定收入收益率高或者股票收益率低的时候，市场便不会接受股票的高波动性，因为安全的债券可能提供更高的收益率。

幸运的是，预测长期债券的收益率相对简单。如果一个投资者平价买入了长期债券，并且持有至到期日，收益率就是票面息率。由于投资者买进并持有债券至到期日是期望到期时收到债券面值，所以其中并不存在溢价。因此，通过债券的目前到期收益率可以很好地预测投资的未来总收益率。

图 13－2 显示了 10 年期政府债券系列的起始到期收益率和其后 10 年期的收益率非常接近。在撰写此书时，一个兼有政府、房贷和企业债券的多样化组合的到期收益率略高于 4%，因此我们有理由相信之后 10 年美国债券的到期收益率将在 3%～5% 之间浮动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

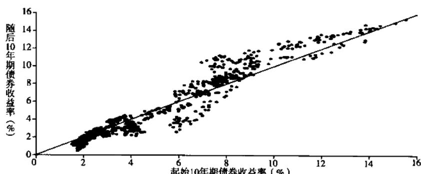


图 13－2　自起始点的收益率预测债券收益率（1926～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

预测股票收益率

由于股票收益的组成部分是不固定的，因此股票收益率的预测比债券收益率的预测要棘手得多。影响股票收益率的两个关键因素是收入增长和估值倍数的改变。其中收入增长有很多种变化形式，而估值倍数的改变通常较大且很难预测。仅仅是收入的部分就包含了分红和股票回购，而其中还包含了公司可能改变它们的分红政策或大量回购公司股票等因素。

以标准普尔为代表的美国股市在过去 25 年间创下了 13.9% 的年化收益率，其中包括分红 2.7%、通货膨胀 3.1%、真实分红增长 2.5%，而市场的重新定价给投资人带来的年化收益率为 5.1%，占很大一部分。[①] 很少人会注意到重新定价带来的收益率会超过他们对未来的预期。尽管美国股市在过去 25 年中取得了辉煌的业绩，但这并不是常态，所以我们应当保守地、不受历史绩效影响地来建立未来收益率的预期。

① 值得注意的是，这些收益并不是加总计算，而是复利计算。例如，在 10% 收益的基础上又赚取了 10%，总体收益为 21%，而不是 20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收 入

收入被定义为所有股东获得的现金分配。如图 13－3 所示，相当长的一段时期，股权分红是股票投资回报的最大部分。至本书交稿时，标准普尔 500 指数的分红收益率为 1.8%，低于长期平均值 2.4%。

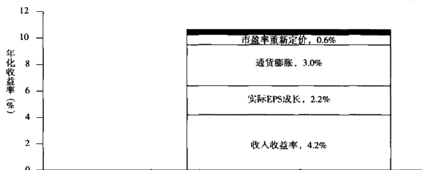


图 13－3 标准普尔 500 指数平均收益率的组成（1926～2006）

资料来源：Chen（2007）。

现金分红曾经是投资股票的唯一收入方式。如今，股份回购变得越来越普遍。股票期权日渐成为管理层的重要收入组成部分，这也同时促进了股份回购（而不是分红）的活动。这种方式不像现金分红那样会降低股价，反而可以抬高股价及期权的价值。我们要指出的是，由于股份回购的不可靠性，它并不能被算作收益率。股份回购不像分红那样长期、稳定，而且在市场不景气时也更容易被取消。例如，在 1990 年代的早期，股票净回购有三年为负值。相反，分红收益率从不为负值。相比之下，我们宁愿等到回购的影响力通过更迅速的未来盈余和分红增长表现出来。

有观点认为长期净回购可使每年股票收入收益率增加 1 个百分点，尽管实际数据可能要远低于这一数字。这样收入收益率就变为 2.8%（1.8% 的分红收益率与 1% 的股份回购收益），但这一数据仍然与 4.2% 的长期平均收益率相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差1.4个百分点。撇开来自股份回购的那部分不确定收益率（1%）不谈，我们仅将目前分红收益率（1.8%）作为收入收益率对标准普尔500指数平均收益率进行前瞻性估计，那么该数字则将由10.4%下降为8%。然而，我们还需要对这一数字进行其他调整。

实际盈余（或分红）增长

虽然各单一年度可能会出现大幅的收益（或分红）增长或下降，如图13－4所示，长期记录仍然显示出强烈的均值回归和二者间相互依存的关系。长期以来，巨幅的增长或下降从来不会持久。过去一个世纪的长期平均实际盈余和平均分红增长分别为1.3%和1.1%。图13－3中的年实际盈余增长由于其跨越时间段的特殊性（1926～2006）而显得略高（2.2%）。通货膨胀通常损害股票收益，而通货紧缩（通货膨胀率下降）则会对股票收益有利。但最终公司通常会将由通胀导致的那部分成本转移给消费者。因此，与债券不同，公司盈余和分红在通货膨胀的环境下往往也相应增长。

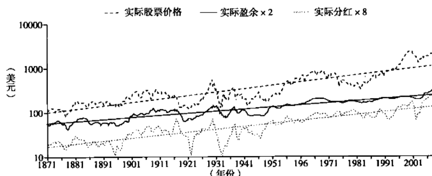


图13－4 长期实际盈余与分红（1871～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

如图13－4所示，实际盈余和分红增长长期以来相对稳定。20年实际年盈余增长基本在年通货膨胀率以上的5.4%范围内浮动，而年分红增长则在年通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀率以上的3.8%范围内浮动。即使自经济大萧条起，盈余的年增长率也从未比通货膨胀率低2.5%。此外，在过去一个世纪中任何一个20年时间段内，当市场将从最高盈余时点下挫时，实际盈余增长从未超过2.6%，分红增长率从未超过1.6%。所有记录说明增长率远低于多数人认为的**正常值**。从最高值的盈余或分红计算，未来实际增长率的历史常规值接近零。

以目前的分红收益率和估值水平，如果我们想要获得两位数的股票收益率，或约7%的实际收益率，标准普尔500指数要实现的实际盈余增长则需要达到**6%**左右。这一收益率是20世纪年平均收益率（1.3%）的4倍多并且比史上最快的长期增长率要高2倍。乍一看，过去一个世纪实际盈余增长仅有1.3%，实在少得可怜，特别是考虑到华尔街分析师对罗素1000指数预期长期盈余增长12%①（这是大概相当于**高于通胀率**9%～10%的实际增长）。不管怎样，华尔街归根到底贩卖的是希望和乐观。

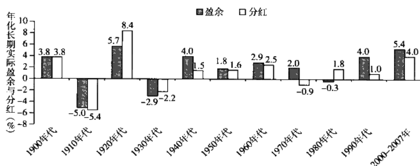


图13－5　年化长期实际盈余与分红

资料来源：锐联资产管理公司，且依据S&P、Shiller及Cowles Commission的数据。

20世纪中唯独20年代及当前10年间的部分年份拥有超过5%的实际盈余增长。正如图13－5所示，大萧条后的几十年，实际盈余增长介于0%～4%之间。当然，这个图中所显示的好坏时期交替的钟摆效应也使投资者怀疑近期

① 出自IBES长期增长预测（从2007年9月起），罗素1000指数概况分析，www.russell.com/indexes/PDF/Fact_ Sheets/1000.pdf。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



快速增长的持久性。

另外，我们不能指望大量留存收益（由于低派息率）来推动未来的业绩增长。我们自己的研究发现，当目前的分红比例高时，预期的未来业绩增长更快，反之亦然。我们认为，实际盈余增长将或多或少地保持在1926~2006年2.2%的历史水准。综上所述，我们有理由相信长期回报预期仍是8%。

重新定价

长期股票收益的最后一部分来自投资者愿意支付给每1美元分红或盈余的价格变化。这个数字通常是以不断变化的市盈率或分红率来衡量的。在过去25年里，股票的分红率已经从6.3%下降至1.9%。换而言之，投资者在1982年需要支付16美元来获得1美元的分红收入，而在2007年则需支付52美元。简单来讲可以这样看，我们用未来52年的分红（增长不计）来购买今天的股票，而在25年前却只需要支付未来16年的红利来购买股票。

虽然市盈率重新定价对长期回报影响很小，其影响大小取决于目前的平均市盈率与长期平均水平有多接近。由于收入具有周期性及波动性，明智的做法是比较标准普尔500指数目前的价格及其10年期的平均收入来淡化短期的波动性。通过这一衡量方法，如图13-6所示，股票交易价格大大高于长期平均市盈率。或许股票的历史价格偏低，但我们也不能误以为它们将在未来以更高倍数进行交易。

在过去的25年里，市盈率从8倍跳升至18倍。如果将10年期收入平滑化，去掉来自市场高峰值（2007）和低谷值（1982）的影响，这一比例上升近4倍，而同一时期的10年期平均市盈率从6.5倍升至27倍。有如此惊人的估值倍数增长，股市的回报自然是十分辉煌的。但是在未来25年内，我们敢断言仍有三倍或四倍的估值倍数的增加吗？

从1926年以来的历史数据来看，长期收益率中有0.6%来自估值倍数增长，既然我们不敢指望这一数字在未来有同样的增长，我们就需要从历史的总收益率中去掉这0.6个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 13-6　标准普尔 500 指数市盈率（1881~2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

市场告诉我们对于通货膨胀的预期共识。抗通胀债券和相应的国债之间的收益率差异就提供了很明显的数据。10 年期抗通胀债券的通货膨胀率盈亏平衡点是 2.4%，比过去 81 年间通胀为股票回报作出的贡献少 0.6%。所以，我们预测股票收益率将下降至约 6.5%，并不比锁定的长期债券好太多。

未来股票收益率

总的来讲，经上述调整后，未来名义股票收益率（未扣除手续费）会在 5%~7%之间，这要远低于长期平均水平的 10.4%。这样简单的算术是建立在一些非常合理的假设上的：来自分红的贡献小了很多，因为股市收益率随股价的暴涨已大打折扣；市盈率不会增长太多因为它们已经很高了；通胀率略小（这是我们最弱的一个假设，但如果通胀真的很大的话，那只会令股市回报更糟糕）；最后假定实际收入的增长率与历史水平类似（见图 13-7）。

5%~7%的股权回报范围应被看做是**衡量股权回报的一个起点**。有人可能会质疑我们的假设及结论。但是，该算法是令人信服的。对于假设的争执并不会对我们所得出的这些长期回报的结论有太大的影响。事实上，我们的数字或许过于乐观或过于悲观。只有时间才能证明一切。

尽管最近股市回报尚可，认为我们正在进入一个低股本回报的时代的观点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

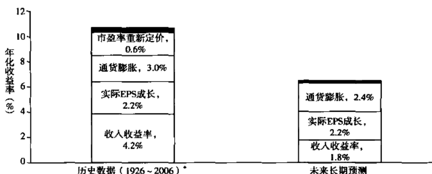


图 13－7 标准普尔 500 指数的历史收益率与预期收益率组成

*数据来源：Chen（2007）。© 2008 晨星公司，版权所有，未经许可，不得引用。

资料来源：锐联资产管理公司。

已逐渐成为共识。芝加哥的一家投资顾问公司 Ennis Knupp 在 2007 年对大多数机构和养老金投资管理顾问进行了长期预期回报调查。结果发现，他们对美国股市的预期收益率的中位数是 7.7%。[①] 除了个别异常值，估计数的范围相当窄，去掉最高和最低的估计值，所有的预测均处于 5%～9.3% 的范围内。去掉的最高预测的年度收益率是 10%。由此可见，即使是最乐观的调查参与者也不相信股市回报能达到自 1926 年以来的长期平均水平。我们提出的 5%～7% 范围的确是低于中位数，但该区间涵盖了共识范围下半部的大部分！债券的回报预测也很低，平均长期年化收益率为 5.4%。而按目前的收益率来看，这种估计甚至过于乐观。

在低收益率的市场中投资

投资者应严肃对待低回报的市场情况。这是因为：首先，如果未来回报处于个位数中等范围内，大多数投资者的微薄储蓄都将不足以应付其退休开销。

① 参见 www.ennisknupp.com/Portals/57ad7180－c5e7－49f5－b282－c6475cdb7ee7/Survey%20Results%20with%20EnnisKnupp.pdf。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们需要为未来存更多的钱，并且设法提高投资绩效来满足这些需求。其次，的确有些策略在低回报环境中是特别奏效的。举例来说，基本面指数在低回报环境中就身手不凡。图 13－8 展示了基本面指数在各个发达国家市场环境下的表现。

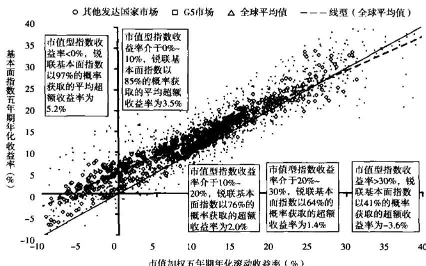
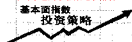


图 13－8　基本面指数与 MSCI 在 23 个发达国家市场的五年期年化收益率对比（截至 2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

与所有摩根斯坦利资本国际或富时 23 个发达国家的指数相比，基本面指数投资组合表现正像其在美国的表现一样：在弱市的时候表现较好，而到了强市的时候仍能保持优势。在市场进入“超级牛市”时，即市值加权指数连续五年获得 30% 以上的年收益，基本面指数投资组合仍然有 41% 的概率会获胜。在这些特殊的时期，平均而言，它们比市值加权指数收益低 3.6 个百分点，这个“价值”策略在超级牛市中表现不俗。在 20% ～30% 的年收益的次强牛市中，基本面指数投资组合势头基本与市值加权相等或略高。在另一个极端情况下，当五年期平均股票收益率是负的，基本面指数投资组合有 97% 的概率获胜，平均每年胜出 5.2 个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这两种极端的结果都是合理的。基本面指数相对市值加权指数有价值倾向。而价值股通常在弱市表现好，在强市则表现不佳。这是因为当市场飙升到高峰时，投资者越发关注个股的成长潜力；当市场表现欠佳时，投资者则转向关注企业的现有规模和经营成败从而避免更进一步的损失。这也就意味着，熊市不利于市值加权指数，牛市不利于基本面指数。

有批评指出，基本面指数从 1990 年代末的科技泡沫中获利不小。市值加权指数以不合理的巨额价位持有大量成长股却因无法在科技泡沫破灭之时对其组成进行相应调整而惨遭损失。事实上，在泡沫高峰的之后两年，**大多数股票表现都不错**。基本面指数避开此劫，赢得相当可观的超额收益。但是，如果未来极有可能出现个位数的收益率，那么根据这些数据我们可以认为应用基本面指数会平均增加 350 个基点的超额收益，并在 85% 的市场情况下获胜。历史未必会在今后重演，但这也不是绝对不可能的。

定价误差展望

一些批评者指出，对于这些存在于历史数据中的错误定价保持警觉可以预防这些误差在未来市场再次出现。这纯属无稽之谈。就像植物需要水和阳光一样，基本面指数方法也需要两个前提：定价错误的存在且最终会得到纠正。正如杰克·特雷诺（2005）所说的，后者不是必要条件，但有胜于无！

我们已经讨论了整体股票市场的回报前景。我们认为，在未来几年，个位数的回报将远远比两位数的回报更为普遍。我们也发现在这种个位数的低回报环境中，基本面指数投资组合表现往往优于市值加权指数，同时在两位数回报的环境下也毫不逊色。但是，**如果我们期望这样的成功持续，那我们也需要探讨市场定价错误的存在前景**。如果市场价格与内在价值一致（即市场变得更有效率），基本面指数投资组合将无从获取超额收益。

一些批评者认为，未来市场将是不同的，因为投资者现在意识到曾经存在的定价误差。有人指出对冲基金将有助于减少甚至消除价格偏离。毕竟，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足智多谋的"α猎人"能够在多种市场自由寻求获利机会，不像传统主动型管理者那样会受到机构准则或监管的束缚。

对冲基金经理使用功能强大的工具，包括"卖空"和杠杆去操作数倍于组合价值的金额从价格错误中获利。他们有能力处于"空头"部位（以从降价中赢利），因此不论市场走向如何，他们都可以得到绝对回报。所谓"市场中性""绝对回报"都是指这类不受市场影响且在强市弱市表现相近的对冲基金。但克利夫·阿斯内斯（2001）却指出，事实未必如此。不管怎样，消除股票风险并获取与市场不联动的绝对回报是此类基金的大卖点，特别能吸引那些因价格泡沫惨遭损失的大型退休养老金计划及慈善基金。

卖空不仅可对冲投资风险，而且提供宝贵的α源。有很多文章谈到传统投资经理所受的不可卖空的局限。某投资经理对一股票不看好，可又不能卖空，那么他只能按基准指数的权重相应减持这一股票。由于很少公司会占到指数的1%～2%的比重，我们的机会更多来自发现价格过低的股票并增加其持有比重，而不是发现价格过高的公司并减持。如果我们可以卖空，尤其是可卖空小公司股，那我们的增值机会将大大提高。大多数对冲基金允许卖空，所以他们的确能通过交易减少市场上价格过高的股票出现。

熟练的经理可利用金融杠杆将他们发现的小机会放大。即使是小型对冲基金经理也能迅速运作价值亿万美金的投资头寸以充分挖掘一个价格误差。可以说，卖空可以给投资经理加倍的增值潜力，而金融杠杆则将这种增值进一步放大。

最后，对冲基金经理的收入很大程度上取决于基金的赢利。这自然导致了对冲基金比传统的基金经理更主动地追求定价误差。相比之下，后者可能会更主动地收集和保留资产，而不是配置大量资金购入低估值资产以期获利。

对冲基金将这些有力武器大加宣扬，声称可以创造更大α。当然，投资者必须谨慎，如果经理的技巧可以获得100个基点回报，10倍的杠杆收益的回报将是令人震撼的。如果一个经理的无能减少了100个基点的回报，那么投资者会十分痛恨杠杆所导致的10倍损失！

对于我们分析基本面指数策略所观察的大多数时间段来看，对冲基金曾经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



无论在其资产金额还是对定价的影响上都显得微不足道。但是，现在的情况有了变化。如图 13-9 所示，对冲基金目前管理近 2 万亿美元的资产，且发展势头保持强劲。

据估算，到 2010 年仅机构投资者就将向对冲基金增加 5000 亿美元的资产（Casey，Quirk & Associates，2006）。

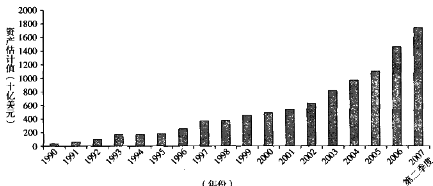


图 13-9　对冲基金的资产规模成长

资料来源：HFR Industry Reports，© HFR，Inc. 2007，www. hedgefundresearch. com。

对冲基金将坚守战场。此外，传统的投资管理者和对冲基金经理之间的界线正变得越来越模糊。随着 130/30 策略的推广，传统资产管理公司纷纷推出自己的基于多空策略的产品。① 总之，**主动型管理游戏正在发生迅速变化。**

对冲基金有助于消除市场上的定价误差并推动市场更有效率地发展吗？理论上来说，如此大的资产基数加之卖空和杠杆效应应该可让市场更有效地为证券定价，从而降低基本面指数策略的回报。但我们并不认为这是一个准确的预期。

首先，对冲基金中利用股票势头进行的交易策略可能反而加剧了 1990 年

① 卖空策略让投资经理有配置投资组合中空头部位的能力。在 130/30 策略的例子中，投资组合将会有 130% 投资于多头部位，30% 投资于空头部位，而让总体股票市场暴露保持在 100%，就像传统股票型基金一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代末至2000年代初股票价格的疯狂飙升，创下历史上最大的股价偏离时期。在2000年，对冲基金控制约4500亿美元的资产。当时，许多观察家称之为“格林斯潘认沽”，指的是那些期望格林斯潘和他的团队在美国联邦储备委员会进行干预从而减轻市场动荡。

其次，有证据显示绝大多数对冲基金的回报不是直接归因于α因素——即找到并利用证券的错误定价。最近的几项研究已经找到方法借现有的共同风险因素复制对冲基金的回报，如股票指数、商品、货币指数以及公司债券和美国国库券的信用利差（Hasanhodzic and Lo，2007）。这也就意味着，绝对回报策略虽然被视为α的来源，但也无非是各种外在风险的集合体，并且其回报可在流动性市场上以更低的成本获取。事实上，EDHEC风险与资产管理研究中心研究发现，纯粹的α概念只能诠释对冲基金4%的超额收益（Géhin and Vaissié，2005）。2007年中等程度的收益率和2008较差的收益率表明大多数对冲基金既没对冲，也没有提供可靠的“α”。

我们对对冲基金的崛起将结束价值偏离的可能性是不认同的。有些人一方面承认基本面指数概念在所有市场历史数据检测中被证明是行之有效的，并且在实际基金应用中已经获得了很大成功，同时却仍然怀疑该理念是否在未来市场依旧奏效。没有人能够预知未来。

定价误差真的会增加吗

另一个影响定价准确性的因素是退休基金从福利确定型（Defined-Benefit或DB）计划向缴款确定型（Defined-Contribution或DC）计划戏剧性的转变，其中在401（k）计划中最为多见。根据Watson Wyatt顾问公司统计，在2005年只有37%的前100强企业采用传统的福利确定型计划，而在20年前有89%的这类公司采用该计划（Block，2006）。缴款确定型计划将退休计划的投资决策权转交给计划退休人员。截止到2005年底，缴款确定型计划共计储备达2.9万亿美元，而同期福利确定型计划的总储备只有1.9万亿（注意，基本面指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略绝大多数的历史结果发生在这个退休计划剧变之前)。

直觉告诉我们，这一不同于对冲基金普及的转变很可能将导致更大的定价误差。这些数万亿美元的投资决策正在由那些非专业的普通民众自行掌控，而他们未必能作出有效的决定。乔治·基恩（2003）在指出标准普尔500指数缺陷时也提到此发展的影响：

> 其结果是，数以百万计的人第一次开始涉足股票型共同基金。401（k）计划已经存在若干年，并在20世纪90年代拥有惊人的成长。仅1990～1996年就有超过1000万名参与者加入401（k）计划的主动型投资者队伍。在90年代初这些投资者趋于谨慎，大多投资于债券基金、货币市场基金和保险公司的保本合约。随着公众逐渐认识到股市回报率更有吸引力，大量的401（k）投资者开始配置股票型基金。因此股票型基金有了惊人的增长。1995～2000年有超过1万亿美元的净资金流入该领域。股票型基金总资产在1990～2000年间扩大了10倍，一举从4000亿美元增至44070亿美元。
>
> 这些大量参与股票型基金的个人投资者相对简单：他们在选择共同基金时往往被良好的投资报告所吸引。不幸的是，这些小投资者追逐的只不过是‘昨日明星’，却不知其他方面的事态发展。这般盲目追捧将会最终导致退休基金经受数以百万计的损失。

而福利确定型养老金管理人员不仅可以雇用资深精算师合理理财，诸如确定多少投资以满足负债，还能同时雇用有经验的投资顾问来决定最适当的资产配置及资金经理，从而满足计划原定的风险和回报目标。相比之下，401（k）的小投资者往往跟着感觉走。福利确定型计划的专业投资者有时也可能有这些缺陷，但不像散户投资者那样频繁犯错。在1990年代的大牛市之前，401（k）的投资者几乎没有任何股票投资。而到了1990年代后期，由于被过去的股市所产生的巨大收益所吸引，他们将资产主要分配给了股票，刚好赶上了2000～2002年的熊市，遭受了惨重的损失。波士顿学院的退休研究中心经过研究发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现，1988～2004 年间每年福利确定型计划的年化收益超过缴款确定型计划约 1 个百分点（Munnell，Soto，Libby，and Prinzivalli，2006）。

我们可以指出绩效不佳的数个可能的原因。如 401（k）计划的参与者更有可能会追逐近期的赢家股票，因此下注于近期表现不错的证券上。因为 DC 计划共同基金结构所提供的基金数量日益增多致使我们作出可靠的选择更加复杂，这个计划的参与者只会追逐市场上范围狭小的子集合。如今，DC 计划所提供的基金平均数为 18 个，而在 1996 年则是 7 个（Economic Systems，Inc.，1998，and Huxley，2006）。新的基金通常都是在近期经历过强劲表现的。例如，当泡沫越来越大的时候，许多退休计划纳入新兴成长股或是科技类股的共同基金。经纪的“窗口”为计划参与者提供越来越多的基金选择，越来越容易进行个股的直接投资，同时也增加了参与者追逐收益率行为的机会。渐渐地，从一个接近 3 万亿美元资产的基础来说，这种行为可能非常容易增加定价误差，也造成市值加权指数绩效拖累的情况产生。

结　论

未来股票市场的回报并不乐观。无论我们如何计算，大多数投资者所指望的 8%～10%（或以上）的前瞻性收益率几乎是不可能实现的。历史表明，基本指数策略在低收益率市场中的表现是相当不错的。

资本市场未来的本质与过去将不会有太大改变，但回报却不可同日而语。我们深信资本市场将永远不会成为“千里眼”，它们也无法为所有资产正确定价。为了提高在低收益率市场中的回报，审慎的投资者可以考虑基本面指数策略，该指数为投资组合重建平衡并可以消除市值加权指数单纯追随股价变动的无效行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

如何运用基本面指数策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创新是一种视改变为机会而非威胁的能力。

——无名氏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界范围内的低回报环境对基本面指数策略的出现是一个有利时机。我们面临的挑战是如何使这个创新性的投资策略发挥最大作用。投资理念没有一个固定模式，需要由我们来决定是否适用、何时以及如何使用它们。

许多新的投资理念是首先提供给机构投资者后，因为有成功的口碑，继而被投资界广泛采纳。新兴市场股票和债券，市场中性产品，期权和期货策略，以及其他许多创新产品在提供给散户投资者许多年之前就已经被机构投资者所使用。另外，如风险投资、私募股权、套利策略、夹层融资交易等许多替代品已经在机构和对冲基金使用多年，却仍未提供给广泛的投资者。

基本面指数策略并没有沿用这个套路。这一创新的想法于 2005 年春季首次发表，目前已经在世界各地吸引多种类型的投资者应用于各种不同的市场，成功地管理了数百亿美元资产。一个新的投资想法能在如此短的时间内获得这么多支持是非常罕见的。我们猜测，该方法被迅速接受是缘于有说服力的历史证据、直观且易于理解的理论以及来自投资者对市值加权指数在一个接一个泡沫中的表现的失望。

本章我们将概括可以发挥基本面指数概念优势的投资管理解决方案。我们来看看该策略将如何影响我们的资产配置和风险管理的选择，并且将探讨绩效评估问题。最后，我们会简述对于各类投资者运用基本面指数策略的不同考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产配置和基本面指数策略

基本面指数策略影响资产配置等若干因素。如前所述，基本面指数投资组合由于消除了市值加权投资组合特有的回报拖累，相较于后者提供了更高的回报且风险较小。因此，基本面指数投资组合可以使投资者增加投资多样化和产生“股票部位”减少效应。

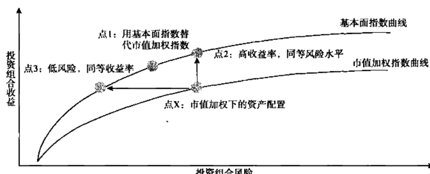


图 14－1　资产配置与基本面指数策略

资料来源：锐联资产管理公司。

历史数据显示，基本面指数投资组合在大多数市场环境下都能提升我们对股票市场的预期，成长股表现强劲的牛市除外。如果我们对资本市场的前景有一个较为中性的预测，我们可以以基本面指数投资组合替换市值加权指数投资组合，适度提高绩效和降低风险。资产组合不会改变，但调整后的风险收益率会改善。如图 14－1 所示，使用基本面指数投资组合替代市值加权投资组合将我们从“点 X”提升到“点 1”。

假如我们对第十三章的论点表示怀疑，认为股市的回报在未来几年里将保持强劲。那么，基本面指数方法可以使我们以相同程度的风险，将更多的资产投入股市，使我们移动到“点 2”。因为基本面指数策略在市场欠佳时表现最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，即使我们预测失误，我们遭受的损失仍比使用市值加权投资组合小。但是如果我们预测是对的，市场果然攀升，我们的资产组合将变得更加大胆，更多地投资于股票，但我们的年度波动率不会上升。

最后，如果我们担心未来几年的股市回报将令人失望，基本面指数方法可以赢取与市值加权指数相同的股票收益，同时降低我们的市场风险，减少资产组合在股票的分配。我们分配给股票的投资变得更加保守，但收益率并不降低，我们于是移到“点 3”。

图 14－1 是个抽象的假设。让我们看一个具体实例。无论我们使用基本面指数来降低风险还是来提高回报或两者皆有，它都能为我们提供相当大的优势。图 14－2 显示在过去 20 年中，这三种方法对市场的实际结果的影响。这些结果加诸复利效应，随着时间的推移会更加凸显基本面指数投资的价值。20 年后，债券投资者（根据雷曼兄弟综合债券指数的衡量）获得 7.7% 的年化收益（近 342% 的累计收益）。标准普尔 500 指数的投资者享有 10.5% 的年化收益（641% 的累计收益），基本面指数投资者则获得了 13.0% 年化收益（1046% 的累计收益）。

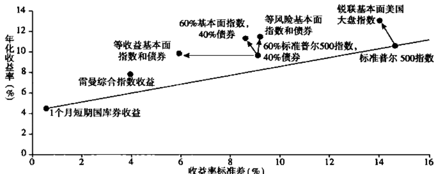
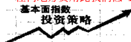


图 14－2　基本面指数策略的风险与收益率（1987 年 10 月～2007 年 9 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

假设某投资组合为 60% 的标准普尔 500 指数、40% 的债券（使用雷曼兄弟综合债券指数），该组合将享有 9.7% 的年化收益（累计收益 537%），居然与标准普尔 500 指数投资者的收益相当接近。此股六债四的投资者受益于系统性的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资组合重新配置，1987 年股市崩溃后购入股票，到 2000 年股市高峰前卖出，并在 2000～2002 年熊市时再次买入股票。仅这一调整便为这些股六债四的投资者增加 50 个基点的年化收益率①，看似不多，但随着时间的推移，复利效应相当惊人。

假设我们要在减少风险的同时维持这 20 年的收益率。如果我们把 39% 的资金投资于基本面指数，其余的投资债券，我们会取得与这位股六债四的投资者同样的财富终值，而且降低 1/3 的风险。另外一种做法，假设我们要利用基本面指数投资组合的低风险优势，增加我们的股票投资，同时保持我们的风险在传统的股六债四的投资组合的水准。那么，把 63% 的资金投资于基本面指数投资组合，我们会承担与股六债四的投资者同样的风险，但获得 747% 的累计收益，比传统的股六债四的投资者高出近 40% 的终值财富。在这个例子中，我们比全部投资于标准普尔 500 指数获得更多的财富终值，并减少了 40% 的风险。如果我们的目标是与绩效不好的月份中的下行风险相匹配，在基本面指数投资中我们可以将股票相对于债券的投资比例增至 80%（80/20），且仍保持传统股六债四的投资者在熊市的平均风险。

基本面指数概念为我们提供了实现投资目标的更多种途径。只要基本面指数策略未来不会与历史记录的成功相违背，这些组合将允许投资者：（1）在同样的收益的情况下承受更低的风险；（2）承担同样的风险的同时期待更多的收益；（3）承担更多的风险，增加股市投入，而不增加我们的下跌风险！

应该改变基准吗

由于指数基金相对于主动管理型基金的优势已经变得越来越明显，无论是

① 如果股票的收益率为 10.7%，债券收益率为 7.4%，股六债四的组合将带来 9.4% 的收益率。但是，如果对股六债四的投资组合权重进行重新调整，实际收益率则是 9.9%。令人惊讶的是，在 20 以后，尽管在购买 – 持有这一策略中股票占了 75%（也就是风险理应高于股六债四的组合），其风险调整前的绩效还是低于重新调整权重策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为核心投资策略或者是作为主动型管理策略的有益补充，许多投资者都选择了越来越大的被动投资仓位。那些希望开始使用基本面指数的投资者自然想了解这种组合是属于被动型还是主动型投资组合。我们认为这其实不过是文字游戏，因为事实上，基本面指数投资可能兼备两者的特性。

这个策略有多种用途，比如作为一种新的核心被动型投资组合，或作为一种新的办法来增强指数，或作为一个主动型资产管理的方法。对于那些严格参照市值加权指数定义来界定指数基金的投资者来说，基本面指数可能不算是一个指数策略。对于他们来说，基本面指数投资组合可能将落入主动型投资策略的类别，也许是一种“增强型指数”。但是，对于那些将指数定义为公式化、客观、可复制的投资者，基本面指数产品符合这些指标。基本面指数投资组合也有其他符合被动型策略的属性，如低换手率和低成本。

我们认为对**被动型指数**的定义，取决于投资者如何使用基本面指数。毕竟，“指数”不仅仅作为投资工具使用，而且作为绩效基准来衡量我们的投资（和我们的基金经理）结果。几十年来，许多投资者都会问：“如果我们的主动型基金管理者没有超越市场，那么他们有什么用呢?”同样他们也会问：“如果我们的主动型基金管理者没有超越基本面指数投资组合的表现，而基本面指数投资组合的费用只略高于传统的指数基金，那么付给他们高管理费用值得吗?”投资者应该将基本面指数投资组合的表现作为基准来衡量主动型基金管理者的投资结果吗？这个问题没有“正确答案”。我只想说，一些投资者可能会选择这样做，也有其他人认为基本面指数投资组合是一个主动型投资策略，而不适合成为其他基金管理者的绩效基准。

主动型基金管理者对基本面指数产品的看法有着严重的分歧。有的担心这会令他们更难交代为何他们收费那样高，有些人则是利用它来进行主动管理。许多经验老到、能打败指数的基金管理者会自然而然地改变他们参照的结构，转而使用基本面指数，而采用非市值加权指数来从事主动型投资操作。当然，他们可能更喜欢以常规市值加权指数作为衡量绩效的标尺，因为这么做除了能显示他们自己的技能外，其中也包含他们利用基本面指数所获得的超额回报。总而言之，我们认为顶级的主动型基金管理者最不会认为这个新方法的到来是个威胁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



虽然使用基本面指数策略来评估基金管理者的绩效的这一天可能终将降临，但至少在近期内我们可能更多地看到的是基本面指数方法作为一个投资策略，而不是一个新的绩效基准被采用。大多数人不愿选择一个更严厉的评估标准。不仅投资管理者面临这个难题，投资顾问和资金发起人也同样面临这一难题。这些中介机构宁愿将基本面指数策略作为市值加权指数之外的投资方法来体现额外增值，而不是将它作为一个更高起点的绩效分析工具。

被动型投资的多样化

无论基本面指数落入主动型或被动型投资组合的哪一边，只要市场价格与公平价值有大的偏离，这个投资组合按其设计都将有优越的表现。当我们相信有些公司的价格与其实际价值大有偏离时，那么投资于一个与市场价格无关的指数策略至少是对单纯投资市值加权指数的一个有益的补充。这样可以对冲我们的赌注。要看到基本指数策略的价值，我们并不需要假定市场的定价误差是永久性的。

从 1720 年的南海公司泡沫到 1999 年和 2000 年的科技泡沫，我们看到泡沫总是反复出现。虽然大泡沫是罕见的，但是小泡沫却无处不在（试想 KK 美国甜甜圈公司在 2001 年底 150 倍的市盈率——不过是甜甜圈而已！）。我们大可反其道而行之！大多数投资者都同意，问题不是另一个泡沫“是否会”发生，而是“何时”和“有多大”。当然，这两个问题通常要到泡沫降临时我们才意识到，甚至有时直到泡沫过去很久之后，我们才能确定。但是我们知道，当下次泡沫发生时，市值加权指数又会使投资者蒙受来自绩效拖累的损失。更明智的做法是将一部分资金多样化地投入与价格无关的投资组合。而且，正如我们已经说明的，即使在一个有效的市场中，基本面指数与市值加权指数的投资绩效差异非常小。

在避免价格泡沫的战役中，主动型基金管理者比基本面指数追随者面临着更严峻的挑战。虽然他们确信应该绕过最近的狂潮，然而许多投资者最终还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会屈服于“这一次是不同的”的观点。他们从众地加入最新的“泡沫逻辑”，以取悦于他们的客户（和保住其工作）。[①] 即使是以客户利益为重而非一心只想向客户收费的投资组合经理，也只能在事后才能确定他们是否正确。当经理不能确定时，他们便不愿冒这种对其事业有致命威胁的风险。在这种环境下，作为中介代理的经理和顾问，做对时的奖励和做错时的惩罚相当不成比例，这就是经常提到的“代理风险”。[②]

过去 50 年里美国股市两个最明显的泡沫——在 20 世纪 70 年代初的 50 强泡沫和在 20 世纪 90 年代后期的科技股泡沫，对探索多样化的指数投资组合在股票投资的收益是有启发性的。图 14－3 比较了在过去 45 年中，锐联基本面美国大盘指数与标准普尔 500 指数的三年期滚动跟踪误差。随着泡沫的发展，市值加权投资为未来的预期增长支付越来越大的溢价。如此一来，基本面指数投资组合与对应的市值加权指数投资组合的差别会越来越大。因为在这些时候，市值加权投资将巨大的赌注押在少数几个相对于其经济规模属成长型的公司上。锐联基本面指数策略则根据该公司的经济规模降低这些股票持有量，因此，看上去是相对于市值加权指数反向下注。

锐联基本面美国大盘指数的跟踪误差在“正常的”市场情形下约略在 2% ~ 3%，而在大泡沫时期急剧上升，这是因为锐联基本面美国大盘指数按公司真实经济规模重新平衡了热门股票的持有量，而市值加权指数还是依照市场的火爆程度持续加注。每次所谓“这一次是不同的”的论调都一再落空，锐联基本面指数投资组合都产生了不错的相对收益。图 14－4 表明，在过去发生泡沫的时期，一个市值加权和基本面加权各占一半的分散化被动型投资组合都比单纯使用市值加权投资组合提供了更平稳的投资结果。市值加权由于其看好的成长型股票的一路飙升，人们在泡沫的最后巅峰的几个月通常很难坚持走锐联基

① 我们要感谢克利夫（Cliff Asness，2000），是他在一篇文章中首次使用了这个奇妙的词汇。

② 代理风险的问题在由公开交易的母公司所拥有的投资公司中显得尤为突出，因为这些公司的投资经理需要保持公司收入的增长以满足股东的要求。博格尔（2005）考察了在 10 年间（1994 ~ 2003），共同基金的等权重相对收益率及其组织结构之间的关联。他发现，在前 10 家绩效最好的基金中，私人基金占了 8 家，其余 2 家中，太平洋投资管理公司则是母公司旗下唯一的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 14－3　三年期滚动跟踪误差：锐联基本面美国大盘指数 vs. 标准普尔 500 指数（1962 年～2007 年 6 月）

资料来源：锐联资产管理公司。

本面指数策略的平稳路线。但泡沫破灭时，锐联基本面指数策略将带来巨大的回报。

在没有泡沫的市场环境下，锐联基本面美国大盘指数表现很像市值加权投资组合，跟踪误差保持在 2%～3%，同时取得一定范围内的超额收益。基本面加权指数方法并不是对传统市值加权投资组合被动核心的巨大背离，除非市场发生重大偏差，而往往这种时候绩效表现至关重要。当市值加权投资组合偏爱少数几只股票（或类别或投资风格）而将巨额赌注押在它们身上时，基本面指数就会对这些赌注进行反向交易。基本面指数看上去总是在针对市场进行对赌，但事实上它只是将这些公司按其经济规模重新分配投资额度而已。

我们曾讨论过，基本面指数投资组合在大多数牛市表现与市值加权指数类似，而在熊市里的超额收益非常显著。我们发现在美国大盘股市场、美国小盘股市场、发达国家和新兴国际市场都有同样的规律。更有趣的是基本面指数投资组合和市值加权指数在牛市和熊市的跟踪误差，我们发现，在所有这些市场中，基本面指数的跟踪误差在市场形势好时是相当低的，而在股市下跌时增大，而这不正好是我们想要和市值加权指数收益产生差异的时间点吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

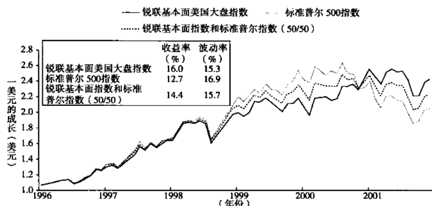


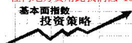
图 14－4 泡沫时期：标准普尔 500 指数与锐联基本面美国大盘指数（1996～2001）

资料来源：锐联资产管理公司。

基本面加权投资组合与市值加权投资组合混合使用的另一优势就是基本面加权指数有偏重价值型股票的倾向，恰恰对市值加权指数偏向成长型股票的特点进行了中和矫正。正如我们所呈现的，市值加权投资组合倾向于投资成长型股票，比如，如果一家公司的市盈率变为原来的两倍，那么它在市值加权指数中的权重也将翻倍，如果市盈率变为原来的 1/2，其权重也将相应减半。这样看来，市值加权相对于市场是完全中立的，而基本面加权指数投资组合具有价值股倾向。从另一个角度看，基本面加权指数相对于经济是中立的，而市值加权投资组合则具有明显成长股倾向。

市值加权投资组合的成长股偏差在泡沫期间尤为膨胀，因为市场的过高期待使这些所谓的明日之星占有越来越大的市场份额。基本面加权指数方法忽略了市盈率，并且对经济规模相同的公司赋予相同的权重。如果一家公司高速增长，以现有的经济规模相对于其在未来市场（假设其未来的增长预期实现）的权重是低配的。另一方面，成长缓慢的公司相对于它的前景将被赋予更大的权重，这揭示了基本面加权指数投资组合结构上为何易有价值股偏向。这两种不同的指数加权法的结合是令人放心的明智之举。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不同市场、不同投资者、不同需求

前几章我们已经看到基本面加权指数在许多不同的资产类别中有多么强大的威力。图 14－5 提供了一个令人信服的例证。4 个“浮动泡沫”图分别代表了在美国大盘股、小盘股、全球大盘股市场和新兴市场 4 个市场中，使用被动管理型锐联基本面指数与使用市值加权指数的 10 年回报，并将这些结果与理柏中相应的共同基金作进一步比较。在图 14－5 中，每个图将基金管理者按绩效划分为 4 个等级，从顶部的 25% 到底部 25%。其中顶部和底部不包括最好的 5% 和最差的 5%，因为这些异常值会使图的比例尺变得相当大。

在所有 4 个市场分区图中，基本面指数投资组合遥遥领先于排在顶端的 5% 的共同基金，位居一切主动型管理策略的最高端。有必要再次强调的是，**小盘股、全球大盘股市场和新兴市场的绩效都是样本外的测试，是将我们在美国大盘股市场的领域中所发展并测试的方法，再应用到其他三个领域里**。结果显示锐联基本面指数策略在这些市场中，无论是与主动型管理者绩效中位数还是与市值加权基准收益比较，都比在美国大市值组合里有更大的领先优势。

因此，我们有必要进一步探讨这一策略如何以不同的方式影响到不同类别的投资者。不同的时间跨度、风险度量和投资者偏好都影响投资的优先次序。个人投资者在 401（k）计划或个人退休账户（IRA）希望积累足够大的积蓄，以支持其安度晚年。高校经费和基金会聚焦于保持其长期的实际购买力。养老金则必须在规划投资时确保其养老计划所承诺的福利能兑现。如何才能最大限度地利用基本面指数为这些不同的投资者达成目的呢？

财务顾问和理财规划师

使用基本面指数的一个简单防守方法，是将现有的主动型管理和被动型指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

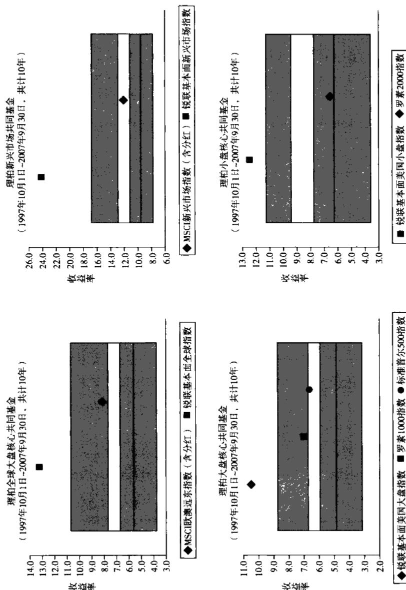
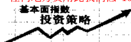


图 14-5 投资组合与具有代表性的同类型投资组合（至 2007 年 9 月的前 10 年）

资料来源：eVestment Alliance。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数资金悉数投入相应的基本面指数工具。这个建议并非无稽之谈。基本面指数概念几乎在所有我们已经测试过的市场都能提升回报和降低风险，而且通常比主动管理型基金具有更高的收益率。本策略的产品在市面上已可陆续找到。

但这种简单的策略对大多数投资者来说并不现实。原因很简单——投资者担心采纳这个策略的时机不对。在历史测试中，尽管基本面指数的表现可圈可点，但也有若干年收益不如市值加权指数。在这些年基本面指数表现欠佳的一个共同的原因是，成长股（市值型具有鲜明的成长股倾向）击败了价值股（基本面指数投资组合具有价值股倾向）。

将大量资金转移于基本面指数会为财务顾问和财务规划师带来无法接受的商业风险。比方说，刚好在成长股飙升前，移动客户所有的资产组合到基本面指数时，有可能会使得基本面指数滞后 5% 甚至更多。由此很可能产生客户信心动摇和利润损失。另一方面，我们明知道越早采用就越可能获得超额收益，但仍然不把资金投入到基本面指数，这也算是另一种风险。

为帮助客户实现其长期目标，财务顾问通常使用行业轮动投资策略从一个经济行业向另一个行业转移资金。财务顾问除了通过其动态配置核心锐联基本面指数投资组合的行业来增加价值外，还可以通过基本面加权的行业指数产品获得超额收益，即使这并不是顾问的强项。历史记录表明，采用基本面加权的行业指数基金在该行业表现差的时候超额效益最高——这意味着，如果顾问的行业选择不奏效，至少选择基本面加权的行业指数基金可以降低损失。如果基金经理是正确的，回报通常是较大的。

另外，假如某基金经理专于金融公司和公用事业方面的选股，但他们对基金任务定义更广，例如，以罗素 1000 价值型指数作为基准的全部价值型股票。那么，该基金经理可在发挥其专业知识在个人金融和公用事业股的选股之后，再使用基本面加权的行业指数基金，以填补他专业领域之外的“不足”，如消费类和能源类的价值股，不用放弃预计的 α（超额收益）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者

基本面加权指数的方法有许多吸引个人投资者的特点。与传统的指数相比，这一做法简化了投资程序，消除挑选个别股票的需要。但是，与传统的指数不同的是，它减少对主动型基金管理者的潜在需要，使投资者可借助基本面指数投资组合策略跨越多个市场实施投资，以满足其具体的投资需求。

没有两个人是一样的，每个人的投资需求也不相同。意识到这种多样性，我们鼓励个人投资者和他们的顾问根据他们的具体情况确定最为适用的基本面指数。例如，通过讨论可能给在利润一定的情况下寻求最少风险的投资者一点启发。综观基本面指数在各资产类别的应用（锐联基本面美国大盘指数、锐联基本面美国小盘指数等），基本面指数概念在每个资产类别中都是一个合理的替代核心资本或主动型管理的方法。

详细解释如何用基本面指数策略来满足不同的个人投资者是一项艰巨的任务。与其试图面面俱到，我们不如聚焦于未来 25 年投资界的最大挑战：大批在婴儿潮出生的人将进入他们的退休年龄，开始进入支出大于收入的阶段。[①] 今后 30 年内，每年将有 400 万~500 万的人口将进入退休的合理年龄，而他们中的大多数储蓄不足以支付舒适的晚年生活的开销。不幸的是，90 年代的股市水涨船高的回报，按现在的估值水平已不太可能出现。即使我们认为未来还会有很高的收益率，我们也不敢完全依靠这种收益率。此外，在婴儿潮出生的人会比他们的上一代预期寿命更长并且医疗费用更高，如果他们希望能跟上通货膨胀的步伐，他们的投资组合将面临更大的压力。我们能指望政府解决这一问题吗？政府会做的无非是通过资源再分配让辛苦工作的人供养着大批不工作的人。

基本面指数策略可以成为解决办法的一部分。我们已经探讨了这样一个事

① 净储蓄是指人们将部分收入用于储蓄，而净支出是指人们的花销部分来自过去的储蓄，从而导致消费超过收入。战后婴儿潮一代总体的净支出是美国经济自“二战”以来面临的最大消费挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实，即在股市的年化收益不到10%的情况下，锐联基本面美国大盘指数在多数的五年期内产生有意义的超额收益，由于多数观察家预计在未来几年只有个位数的回报率，锐联基本面指数增加的价值可以帮助婴儿潮一代的投资者提高收益。

如果退休之后仍能持续投资于基本面指数，那么其效力会更为显著。首先，在婴儿潮出生的人平均寿命大大延长、医疗费用不断攀升以及长期护理费用都需要股票投资提供长期通胀保护。为此，投资者大可使用基本面指数策略参与股票投资以获得长期通货膨胀保护的回报。高分红率对于需要定期支取生活费的退休者更是锦上添花。2008 年刚开始时，锐联基本面美国大盘指数即获得了 2.2% 的分红收益率，比标准普尔 500 指数高 15%。

捐赠基金与基金会

捐赠基金是为非营利组织（例如大学、医院和教堂等）提供长期经费的重要工具。法律所规定的免税基金账户每年需支出本金的 5%。通常情况下，捐赠基金的年度支出政策（通常为投资组合市场价值的 4% ~5%）一般会分数年进行，因此每年固定取用一定费用。其余的资金继续生利，直至来年的支出提取。

当然，除非我们准备坐吃山空，否则捐赠基金的年度收益率必须超过支出政策的规定金额再加上通胀，而后者比较难。只有这样，捐赠基金才可满足其预定永久化的运转。例如，创建于 1946 年的 1000 万美元捐赠基金，拥有 65% 为股权和 35% 为债券的投资组合，年度支出 5%，到 2002 年共支取约 3100 万美元，剩余本金 1400 万美元，这是扣除通货膨胀后的数据（West and Serna, 2003）。

预期未来的低收益率环境对于捐赠基金要达到通胀后 4% ~6% 的长期年化收益率造成了相当大的困难。此外因为有些受益人依靠该基金分配资金生活，因此存在着确保稳定收益的巨大压力。顶尖的捐赠基金中的长期成功案例（如耶鲁大学和哈佛大学）都表明，通过大量持有另类资产将组合多样化可获得高额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报。因此，捐赠基金会已率先进军对冲基金、私募股权、风险投资、石油和天然气、林地以及其他独特创新的资产类别。由于投资委员会的成员具有投资和商业背景的优势，为捐赠基金在这方面的尝试提供了便利。

相较于局限于股票和债券的投资，增加投资的多样性已成为大势所趋。但是，使用这些投资策略，需要花费捐赠基金会的工作人员、投资委员会和顾问大量的精力。很多对冲基金由于使用杠杆投资而破灭。私人股权、林地和能源有限合伙公司等具有低流动性的证券，通常由基金经理自行估价，这造成了危险的利益冲突，必须进行仔细的监管。错综复杂的收费标准如激励费、上限水准管理费和并购的费用等都需要不断监控。信托者需要对业务问题审查并对潜在的欺诈行为保持警惕。

谈到对冲基金，值得一提的是，对冲基金都大量使用交易型开放式指数基金作为投资工具。他们利用这些基金进行快速且廉价的主动投资，他们特别重视这些基金可以做空的机制，以便在市场下跌的时候获利。如果我们看到对冲基金开始使用基本面交易型开放式指数基金作为一种工具来与市值加权交易型开放式指数基金进行套利（通常是买人基本面交易型开放式指数基金的同时卖空市值加权交易型开放式指数基金，虽然也许偶尔会反过来），这并不奇怪。另外，基本面指数的多空策略以基金形式出现，也是令人兴奋的用法。在专户和有限合伙对冲基金中，捐赠基金已经积极使用这一类的投资方法。

鉴于广泛的另类投资计划具有资本密集的特质，一个应用于公开发行的股票且收益率超过市值加权指数的一站式投资方法，应该是值得欢迎的。此外，相比较于使用传统的主动管理型基金，使用基本面指数策略的费用较低，可以节省成本，以支持高收费的对冲基金和私人股权投资。如此看来，基本面指数方法的价值远远不止于它为投资组合带来了较高的回报和较低的风险。

养老金

股市是退休金投资计划的一个关键组成部分，因为多数投资者都离退休还有很多年。在此期间，社会的平均工资往往随着经济的发展而水涨船高。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市收益率与整体经济形势密切相关，因此股票投资可以帮助养老金管理者防范这一风险。此外，因为退休人员预期寿命变长、退休延迟，养老金中所储备的“平均金额”将保存多年而不需动用。

通常，退休金管理人员参考目前的利率作为贴现率来决定为满足未来支付退休金现在所需的金额。例如，假设我们10年后需要1000美元。每一年，我们都投入一点钱，以满足这一需要。如果按10%的年利率，所需现值比按5%的年利率现值要小。同样，如果我们的收益是10%，而不是5%，未来积累的可用资金也更多。

难怪2000～2002年被称为养老金的“重灾年”：以股票为主的投资组合价格暴跌，而其负债却因为利率开始下降而急速升高。随着相应产生的资金比率低及规章制度的变化（如2006年《养老金保护法》），许多养老金管理者寻求新的方式以使他们的资产和负债更为匹配。在这种需求下，不同的负债导向的投资（liability-driven investment，LDI）策略如雨后春笋般出现在养老金计划的资产配置中，旨在引进利率风险以更好地匹配资产和负债。

且不论负债导向投资策略的大受欢迎，养老金计划将继续保持其对股票的兴趣，以寻求更高的回报。因此，全面了解股票，特别是基本面指数投资组合在资产/负债问题上所起的作用，是很重要的。瑞典IPM（Djehiche and Rinné，2006）研究表明，通过从市值加权转向类似基本面加权的投资组合，养老金负债匹配大为改善。该论文检验了市值加权指数和基本面指数分别在美国、日本、瑞典和欧洲的表现以评估两者在利率敏感性和负债保值方面的特征。在美国，基本面指数与债券有更高的相关性（相关性达0.32，而标准普尔500指数与债券的相关性仅为0.23），以及更长的久期（duration）（3.6年对2.5年）。①

较高的相关性意味着与市值加权指数相比，基本面指数投资组合的风险因素可以更多地由债券来解释。因为基本面指数投资组合比市值加权指数风险更低，负债不匹配风险相应也更低。久期意味着基本面指数投资组合除了收益随

① 存续期是衡量价格对利率变动敏感度的指标：存续期高表明随着利率的变动，价格的变动比较大。存续期为3年表明，当瞬间利率下降1%，投资组合的价格会上升3%；另一方面，如果瞬间利率上升1%，投资组合的价格将下降3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济发展而增长外，其投资组合的利率敏感性与3.6年久期的债券相仿。五年期政府债券也有着类似的久期。可以说，基本面指数组合身兼五年期政府债券和股票两者的优势。但是不同于大多数利率敏感型投资组合（其在银行和公用事业股比重较大），基本面指数投资组合的历史收益比标准普尔500指数相对较高。其他市场上也发现相似的研究结果，如表14－1所示。

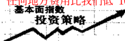
表14－1 利率敏感度：基本面指数与市值加权指数对比（1962～2005）

投资组合	债券	与债券的相关系数		债券久期对比	
		锐联基本面指数	市值加权指数	锐联基本面指数	市值加权指数
锐联基本面美国大盘指数 vs. 标准普尔500指数	美国10年期政府债券	0.32	0.23	3.56	2.45
锐联基本面欧洲150指数 vs. MSCI欧洲指数	德国10年期政府债券	0.18	0.16	4.26	3.92
锐联基本面瑞典100指数 vs. MSCI瑞典指数	瑞典10年期政府债券	0.22	0.07	4.9	2.02
锐联基本面全球（不含日本）指数 vs. MSCI全球（不含日本）指数	美国10年期政府债券	0.16	0.05	2.1	0.72
均值		0.22	0.13	3.71	2.28

资料来源：Djehiche and Rinné（2006）。

高回报、高资产负债比，看上去的确不同寻常，但是基本面指数策略在各种不同的经济环境下都得到了验证。在第二章中，我们看到锐联基本面美国大盘指数在经济衰退中取得平均年利率6.8%，与标准普尔的3%相比，赢取3.8个百分点的超额收益。经济衰退期内，养老金管理者收益下降，养老金计划的投入也大受影响。同时，信贷需求下降导致利率下降，而低利率表示负债升高。因此，在这样债务上升而偿债能力削弱的时候，基本面指数策略将为养老金的管理者创造更大的超额收益。基本面指数方案不仅在多数市场环境下都能赢取更高回报，而且帮助养老金管理者将资产/负债不匹配的风险控制到最小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



社会责任偏好

很多基金发起人和个人投资者会从投资组合中剔除经营业务与他们的信念不符的公司。例如，加州政府退休系统不考虑投资烟草公司。其逻辑在于州政府每年花费上亿美金与烟草带来的健康问题作战，岂能荒唐到投资那些制造烟草毒害品的公司呢？反对者认为这种制约会影响投资机会。无非是买入市场上已存在的股票而已，并非赞助具体商业行为。关于是否购买赌博业和造酒厂或与有争议的国家（如1980年代的南非和现在的苏丹）有交易的公司也存在同样的辩论。某些宗教组织不考虑军火公司、色情业或干细胞研究公司。

诸如此类的“罪恶股”多为稳定增长行业。新兴的成长型行业比较不会出现在各种社会责任的过滤网上。例外也有，如与节育或干细胞研究有关的生物技术公司。由于市值加权指数代表对未来经济的预期而基本面指数是代表经济现状，市值加权指数可能比基本面指数少投资于“罪恶股”。表14-2测试了这一假设。烟酒、赌博类公司在锐联基本面美国大盘指数中共计占2.3%，在罗素1000指数中占2%。从公司个数和百分比看，两者差别不大。这证明基本面指数优越于市值加权指数的投资绩效并不会因社会责任的筛选而受影响。

表14-2 社会责任对比（2007年10月24日）

单位：%

行 业	锐联基本面美国大盘指数	罗素1000指数
啤酒酿造	0.17	0.30
提纯业与酿酒商	0.07	0.07
烟草	1.95	1.17
赌场娱乐	0.10	0.50
总 计	2.29	2.04

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

我们在探索基本面指数的过程中最感到意外的是居然没人发现这个方法。如果这一概念早于市值加权指数策略出现，市值加权法不会得到非学术圈的青睐。为什么这个想法20年前未被开发呢？是否因为有效市场假设和资本资产定价模型两者隐喻市值加权指数是正确的投资方式，因此使得人们迟疑于探索替代方案吗？不管是什么原因，今天数万亿美元规模的指数基金中超过99%的投资标的是市值加权指数。

基本面指数投资组合是投资者和专业投资顾问的投资工具的重要补充。投资者可以将基本面指数作为核心投资组合，投资于任何市场的股票，并应用于多种不同的增值方案。或者，他们可以借由将部分的核心资产投资于市值型组合、部分投资于基本面指数组合以“分散它们的投资基准”。

对于那些不愿意把自己的核心投资分散于一个新的指数框架的投资者，他们可以选择将基本面指数作为一种具有价值倾向的非主流投资，并投入部分的资金。这样的建议或者将20%～30%的被动管理型资金部分投资于基本面指数的方法可能更容易为财务顾问们所接受，因为基本面指数投资组合并不能在任何的市场情况下都能击败市值加权指数。如果投资顾问将客户基金全盘转到一个全新的非主流产品，而且恰好赶上其绩效欠佳时，那么客户可能不会饶恕这倒霉的顾问。

基本面指数方法除了具有较高的投资回报外，它还有一系列额外的优点。因为高收益和低风险的特点，基本面指数令资产配置更为灵活。根据市场和投资者的偏好，它可以有效地取代传统的指数基金或可用来取代最不易取得成功的主动型管理者。其潜力和增值能力在无效率市场中，如中小企业和新兴市场，都大有用武之地。它的操作简单和管理透明的特点为投资委员会节约大量时间以用于其他的重要工作如制定目标、资产分配、投资政策以及尽职考察等方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在未来，我们认为，基本面指数策略将会被广泛地应用于不同的投资类别中，如在行业板块、国内和全球市场、成长股和价值股、大盘股和小盘股、不同国家和地区、非权益类证券，以及高度专门化的需求市场。这些策略许多已在使用中，但它们整体资产规模尚小，在当前资本市场中无足轻重。早期证据显示，它们终将成为指数投资的重要部分并成为投资者的重要投资工具。我们能开发研究出用途如此广泛的新投资理念，并看到众多投资者以不同方式应用，深感荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

本附录将对以下八种被广泛运用的基本面指数投资组合的绩效特征进行总结：

- 锐联基本面美国大盘指数
- 锐联基本面美国小盘指数
- 锐联基本面全球指数
- 锐联基本面全球小盘指数
- 锐联基本面泛欧洲指数
- 锐联基本面日本指数
- 锐联基本面亚太地区（不含日本）指数
- 锐联基本面新兴市场指数

本附录中的图表旨在对贯穿全书的研究结果进行标准化总结。图表种类包括：

- 标准化绩效表（表 A－1），说明基本面指数策略与具代表性的市值加权基准的历史年化绩效。超过一年的时段予以年化。

- 日历年绩效表（表 A－2），列示基本面指数策略与市值加权指数的个别日历年收益率。要看这些表，请先选择“年代栏”，然后再找到个别的“日历年列”。例如，标为“2000 年代”的栏与“1”的列即代表“2001 年”。每一个年代的年化收益率与标准差也汇总于每一个年代列的下方。

- 五年期滚动收益率散点图（图 A－1），说明了基本面指数策略（纵轴上）与市值加权指数（横轴上）的五年期滚动年化收益率。45 度实线之上的观察值代表在五年期内基本面指数优于市值加权指数。

本附录中的资料仅针对基于四项指标而建立的基本面指数在各大市场的绩效情况进行总结，不过基本面指数概念许多其他的变量也可以很容易地套用。收益率代表基于创建指数的规则所得回测的绩效，而不代表任何特定投资。同其他指数一样，所列研究结果并未扣除交易成本或管理费用，而这些都会减少投资绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面美国大盘指数

表 A－1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1962～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面美国大盘指数	3.2%	9.4%	15.3%	9.5%	12.3%	20.3%	－18.1%
标准普尔 500 指数	5.5%	8.6%	12.8%	5.9%	10.3%	19.6%	－23.9%
罗素 1000 指数	5.8%	9.1%	13.4%	6.2%	不适用	不适用	不适用
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	5.7%	5.4%	7.2%
锐联基本面美国大盘指数波动率	9.7%	8.0%	9.4%	14.0%	14.4%	13.2%	16.3%
标准普尔 500 指数波动率	9.7%	7.8%	8.6%	14.7%	14.6%	13.2%	16.4%
罗素 1000 指数波动率	9.7%	7.9%	8.7%	14.9%	不适用	不适用	不适用
锐联基本面美国大盘指数夏普比率	－0.2	0.6	1.3	0.4	0.5	1.1	－1.5
标准普尔 500 指数夏普比率	0.0	0.5	1.1	0.2	0.3	1.1	－1.9
罗素 1000 指数夏普比率	0.1	0.6	1.2	0.2	不适用	不适用	不适用
锐联基本面美国大盘指数相对标准普尔 500 指数的超额收益率	－2.3%	0.8%	2.5%	3.6%	2.0%	0.7%	5.8%
锐联基本面美国大盘指数相对标准普尔 500 指数的跟踪误差	1.8%	1.7%	2.1%	5.6%	3.8%	3.2%	5.7%
锐联基本面指数信息比率	－1.3	0.5	1.2	0.6	0.5	0.2	1.0

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-2 日历年绩效

单位：%

	1960 年代		1970 年代		1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	标准普尔 500 指数	锐联基本面指数	标准普尔 500 指数	锐联基本面指数	标准普尔 500 指数	锐联基本面指数	标准普尔 500 指数	锐联基本面指数	标准普尔 500 指数
0			6.9	3.9	26.8	32.5	-8.6	-3.1	11.7	-9.1
1			13.3	14.3	1.9	-4.9	31.3	30.5	0.3	-11.9
2	-7.5	-8.8	13.9	19.0	26.0	21.5	14.9	7.6	-18.3	-22.1
3	22.1	22.7	-13.9	-14.7	27.0	22.6	16.2	10.1	34.7	28.7
4	18.3	16.4	-21.6	-26.5	9.5	6.3	0.1	1.3	15.5	10.9
5	15.2	12.4	47.2	37.2	32.8	31.7	37.1	37.6	6.4	4.9
6	-11.5	-10.1	34.9	23.9	19.0	18.7	22.1	23.0	19.4	15.8
7	26.7	23.9	-3.3	-7.2	2.3	5.3	33.6	33.4	3.2	5.5
8	16.4	11.0	6.2	6.6	23.2	16.6	20.7	28.6		
9	-14.2	-8.5	22.7	18.6	28.2	31.7	10.6	21.0		
均 值	7.1	6.5	8.8	5.9	19.2	17.6	17.0	18.2	8.1	1.7
波动率	12.5	12.3	16.5	16.0	15.6	16.4	13.0	13.4	13.4	13.8

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

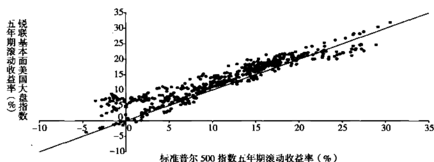


图 A－1　五年期滚动收益率散点图（1962～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面美国小盘指数

表 A－1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1979～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面美国小盘指数	−1.5%	8.6%	20.8%	12.7%	16.4%	33.1%	−26.7%
罗素 2000 指数	−1.6%	6.8%	16.2%	7.1%	12.9%	30.8%	−31.9%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	6.1%	5.5%	7.6%
锐联基本面美国小盘指数波动率	10.7%	12.2%	14.4%	19.3%	18.6%	15.1%	23.3%
罗素 2000 指数波动率	12.4%	13.3%	14.4%	19.8%	19.0%	15.5%	23.0%
锐联基本面美国小盘指数夏普比率	−0.6	0.3	1.2	0.5	0.6	1.8	−1.5
罗素 2000 指数夏普比率	−0.5	0.2	0.9	0.2	0.4	1.6	−1.7
锐联基本面美国小盘指数相对罗素 2000 指数的超额收益率	0.1%	1.8%	4.6%	5.6%	3.5%	2.3%	5.2%
锐联基本面美国小盘指数相对罗素 2000 指数的跟踪误差	3.3%	2.6%	2.9%	6.1%	4.1%	3.4%	5.7%
锐联基本面指数信息比率	0.0	0.7	1.6	0.9	0.8	0.7	0.9

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1970 年代		1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	罗素 2000 指数	锐联基本面指数	罗素 2000 指数	锐联基本面指数	罗素 2000 指数	锐联基本面指数	罗素 2000 指数
0			33.4	38.6	－17.9	－19.5	5.3	－3.0
1			7.4	2.0	48.4	46.0	20.4	2.5
2			32.2	24.9	21.9	18.4	－15.2	－20.5
3			37.5	29.1	21.3	18.9	61.6	47.3
4			－5.7	－7.3	0.2	－1.8	24.4	18.3
5			29.0	31.0	27.0	28.5	8.7	4.6
6			8.9	5.7	21.3	16.5	19.5	18.4
7			－7.1	－8.8	24.5	22.4	－1.5	－1.6
8			28.2	25.0	－1.7	－2.5		
9	42.4	43.1	17.0	16.3	21.3	21.3		
均 值	42.4	43.1	17.0	14.5	15.2	13.4	13.6	6.7
波动率	21.0	21.7	19.9	20.5	17.2	17.3	18.6	19.1

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

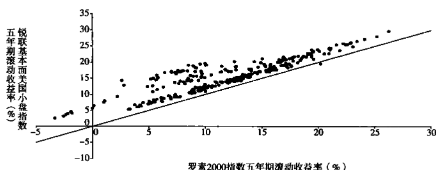


图 A－1　五年期滚动收益率散点图（1979～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面全球指数

表 A-1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1984～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面全球指数	15.0%	20.6%	25.9%	14.0%	15.6%	26.2%	-12.9%
MSCI 欧澳远东指数	11.6%	17.3%	22.1%	9.0%	12.3%	24.0%	-18.6%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	4.9%	5.1%	4.3%
锐联基本面全球指数波动率	9.9%	9.6%	10.8%	14.4%	15.7%	14.7%	16.2%
MSCI 欧澳远东指数波动率	9.7%	9.5%	10.7%	14.5%	16.7%	15.4%	17.5%
锐联基本面全球指数夏普比率	1.0	1.7	2.1	0.7	0.7	1.4	-1.1
MSCI 欧澳远东指数夏普比率	0.7	1.3	1.8	0.4	0.4	1.2	-1.3
锐联基本面全球指数相对 MSCI 欧澳远东指数的超额收益率	3.3%	3.2%	3.8%	5.0%	3.3%	2.2%	5.7%
锐联基本面全球指数相对 MSCI 欧澳远东指数的跟踪误差	1.9%	1.6%	1.9%	4.3%	4.4%	4.0%	5.5%
锐联基本面信息比率	1.8	2.1	2.0	1.2	0.8	0.5	1.0

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 欧澳远东指数	锐联基本面指数	MSCI 欧澳远东指数	锐联基本面指数	MSCI 欧澳远东指数
0			－16.9	－23.2	－3.2	－14.0
1			12.1	12.5	－15.2	－21.2
2			－11.8	－11.8	－9.4	－15.7
3			36.4	32.9	46.9	39.2
4	4.6	7.9	12.9	8.1	22.6	20.7
5	63.0	56.7	12.6	11.6	16.4	14.0
6	58.0	69.9	12.1	6.4	30.9	26.9
7	26.6	24.9	3.1	2.1	15.0	11.6
8	30.5	28.6	18.2	20.3		
9	19.5	10.8	33.7	27.3		
均 值	32.1	31.26	10.0	7.34	11.3	5.64
波动率	17.1	18.40	16.0	17.14	13.8	14.04

资料来源：锐联资产管理公司。

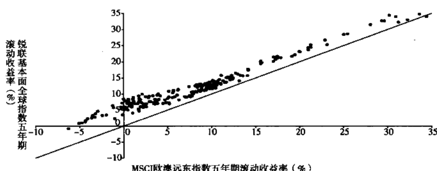


图 A－1 五年期滚动收益率散点图（1984～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面全球小盘指数

表 A-1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1999～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面全球小盘指数	7.2%	18.7%	29.7%	不适用	17.1%	31.4%	-10.8%
MSCI 欧澳远东小盘指数	1.8%	15.5%	26.8%	不适用	12.9%	29.7%	-21.4%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	不适用	3.5%	3.4%	3.8%
锐联基本面全球小盘指数波动率	10.0%	10.1%	11.3%	不适用	13.3%	11.1%	14.7%
MSCI 欧澳远东小盘指数波动率	13.3%	12.5%	13.3%	不适用	15.2%	11.9%	17.3%
锐联基本面全球小盘指数夏普比率	0.2	1.4	2.3	不适用	1.0	2.5	-1.0
MSCI 欧澳远东小盘指数夏普比率	-0.2	0.9	1.8	不适用	0.6	2.2	-1.5
锐联基本面全球小盘指数相对 MSCI 欧澳远东小盘指数的超额收益率	5.5%	3.1%	2.9%	不适用	4.2%	1.7%	10.6%
锐联基本面全球小盘指数相对 MSCI 欧澳远东小盘指数的跟踪误差	4.7%	3.5%	3.6%	不适用	4.4%	4.4%	3.8%
锐联基本面指数信息比率	1.2	0.9	0.8	不适用	0.9	0.4	2.8

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 欧澳远东小盘指数	锐联基本面指数	MSCI 欧澳远东小盘指数
0			－3.5	－7.2
1			－9.0	－12.1
2			4.2	－7.4
3			64.2	62.1
4			33.9	31.3
5			24.0	26.6
6			25.7	19.7
7			7.2	1.8
8				
9	22.9	20.2		
均 值	22.9	20.2	16.4	12.0
波动率	12.9	11.9	13.3	15.6

资料来源：锐联资产管理公司。

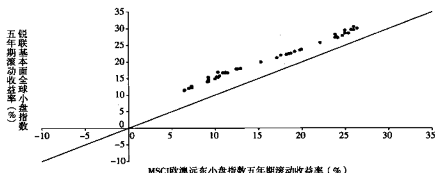


图 A－1 五年期滚动收益率散点图（1999～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面泛欧洲指数

表 A－1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1984～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面泛欧洲指数	16.6%	22.2%	27.0%	14.2%	17.8%	25.7%	－24.3%
MSCI 欧洲指数	14.4%	19.1%	23.3%	10.0%	14.8%	23.4%	－29.8%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	4.9%	5.1%	4.2%
锐联基本面泛欧洲指数波动率	11.3%	10.1%	12.7%	15.8%	16.2%	14.4%	21.6%
MSCI 欧洲指数波动率	11.0%	9.8%	12.0%	15.7%	16.1%	14.4%	20.5%
锐联基本面泛欧洲指数夏普比率	1.0	1.7	1.9	0.7	0.8	1.4	－1.3
MSCI 欧洲指数夏普比率	0.8	1.5	1.7	0.4	0.6	1.3	－1.7
锐联基本面泛欧洲指数相对 MSCI 欧洲指数的超额收益率	2.2%	3.1%	3.6%	4.2%	3.0%	2.3%	5.4%
锐联基本面泛欧洲指数相对 MSCI 欧洲指数的跟踪误差	2.0%	1.7%	2.2%	4.2%	3.5%	2.9%	6.0%
锐联基本面指数信息比率	1.1	1.8	1.7	1.0	0.8	0.8	0.9

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 欧洲指数	锐联基本面指数	MSCI 欧洲指数	锐联基本面指数	MSCI 欧洲指数
0			-3.6	-3.4	-0.6	-8.2
1			12.4	13.7	-13.0	-19.6
2			-5.1	-4.2	-12.4	-18.1
3			40.7	29.8	46.3	39.1
4	2.1	1.3	5.9	2.7	23.6	21.4
5	84.4	79.8	20.4	22.1	12.8	9.9
6	41.5	44.5	25.4	21.6	38.7	34.4
7	14.7	4.1	24.7	24.2	16.6	14.4
8	17.3	16.4	26.9	28.9		
9	30.1	29.1	18.6	16.2		
均 值	29.2	26.2	15.8	14.5	12.1	7.1
波动率	19.1	19.0	14.4	14.6	15.8	15.5

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

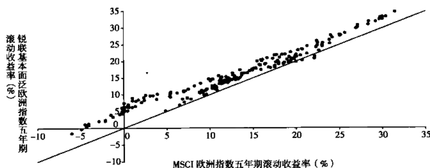


图 A-1 五年期滚动收益率散点图（1984～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面日本指数

表 A－1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1984－2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面日本指数	－8.7%	12.7%	16.3%	8.2%	7.2%	31.5%	－19.0%
MSCI 日本指数	－10.1%	11.8%	13.7%	3.1%	4.3%	31.2%	－23.6%
美国 3 月期国债	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	2.5%	2.8%	2.2%
锐联基本面日本指数波动率	10.3%	12.7%	12.9%	16.1%	19.1%	17.3%	18.5%
MSCI 日本指数波动率	10.8%	14.1%	13.6%	16.1%	19.4%	17.4%	18.5%
锐联基本面日本指数夏普比率	－0.9	1.0	1.2	0.5	0.2	1.7	－1.1
MSCI 日本指数夏普比率	－1.0	0.8	1.0	0.2	0.1	1.6	－1.4
锐联基本面日本指数相对 MSCI 日本指数的超额收益率	1.4%	1.0%	2.6%	5.2%	2.8%	0.4%	4.7 %
锐联基本面日本指数相对 MSCI 日本指数的跟踪误差	3.0%	2.9%	3.0%	5.9%	5.2%	5.1%	5.3%
锐联基本面指数信息比率	0.5	0.3	0.9	0.9	0.5	0.1	0.9

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 日本指数	锐联基本面指数	MSCI 日本指数	锐联基本面指数	MSCI 日本指数
0			-38.8	-39.5	-0.8	-19.8
1			-0.7	0.3	-12.6	-18.8
2			-21.1	-21.4	-12.7	-18.6
3			16.0	12.4	31.8	23.0
4	22.5	27.0	12.9	8.7	12.9	10.9
5	18.3	14.6	2.9	4.3	42.2	44.7
6	56.2	59.0	-2.8	-4.8	10.4	7.3
7	12.9	8.8	-19.2	-14.4	-8.7	-10.1
8	50.8	39.7	-3.0	-8.7		
9	21.9	17.1	40.9	46.8		
均 值	29.4	26.6	-3.6	-4.0	6.2	0.1
波动率	17.5	18.6	22.4	22.4	14.5	14.9

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

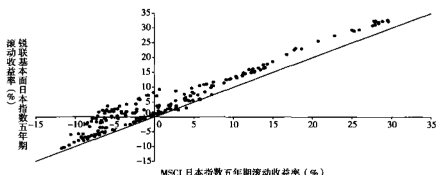


图 A－1 五年期滚动收益率散点图（1984～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面亚太地区（不含日本）指数

表 A－1 标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1988－2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面亚太地区（不含日本）指数	46.2%	35.6%	39.9%	24.3%	17.2%	35.2%	－24.0%
MSCI 太平洋地区（不含日本）指数	31.7%	26.3%	30.9%	14.1%	12.7%	30.5%	－27.5%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	4.5%	4.3%	5.1%
锐联基本面亚太地区（不含日本）波动率	20.5%	16.6%	16.1%	24.1%	21.1%	18.6%	23.5%
MSCI 太平洋地区（不含日本）指数波动率	14.3%	13.7%	12.5%	20.8%	19.3%	16.4%	22.2%
锐联基本面亚太地区（不含日本）指数夏普比率	2.0	1.9	2.3	0.9	0.6	1.7	－1.2
MSCI 太平洋地区（不含日本）指数夏普比率	1.9	1.6	2.2	0.5	0.4	1.6	－1.5
锐联基本面亚太地区（不含日本）指数相对 MSCI 太平洋地区（不含日本）指数的超额收益率	14.5%	9.3%	9.0%	10.3%	4.5%	4.7%	3.5%
锐联基本面亚太地区（不含日本）指数相对 MSCI 太平洋地区（不含日本）指数的跟踪误差	8.6%	6.9%	7.3%	12.0%	10.2%	9.0%	13.4%
锐联基本面指数信息比率	1.7	1.4	1.2	0.9	0.4	0.5	0.3

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-2 日历年绩效

单位：%

	1980 年代		1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 太平洋地区（不含日本）指数	锐联基本面指数	MSCI 太平洋地区（不含日本）指数	锐联基本面指数	MSCI 太平洋地区（不含日本）指数
0			-13.7	-10.1	-23.7	-15.1
1			27.2	36.6	6.2	-9.4
2			3.1	7.0	6.7	-5.8
3			67.2	80.4	68.4	47.0
4			4.2	-14.0	27.4	29.6
5			5.4	13.4	25.2	14.8
6			8.9	21.0	36.3	33.2
7			-33.3	-30.8	46.2	31.7
8	52.3	30.6	21.5	-6.2		
9	17.0	16.0	56.7	43.0		
均值	33.5	23.1	11.1	10.0	21.1	13.6
波动率	17.2	17.6	23.3	21.7	19.0	16.6

资料来源：锐联资产管理公司。

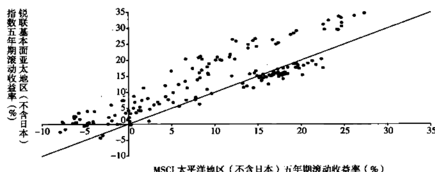


图 A-1 五年期滚动收益率散点图（1988～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锐联基本面新兴市场指数

表 A-1　标准化绩效（2007 年 12 月 31 日）

	12 个月	3 年期（年化）	5 年期（年化）	10 年期（年化）	1994～2007 年（年化）	牛市	熊市
锐联基本面新兴市场指数	49.0%	46.7%	52.0%	28.0%	19.4%	47.7%	-36.8%
MSCI 新兴市场指数	39.8%	35.6%	37.5%	14.5%	8.7%	36.6%	-44.8%
美国 3 月期国债	5.1%	4.5%	3.2%	3.6%	4.0%	3.8%	4.6%
锐联基本面新兴市场指数波动率	18.4%	16.9%	16.9%	24.8%	23.3%	19.1%	26.2%
MSCI 新兴市场指数波动率	18.4%	18.4%	17.1%	23.7%	22.4%	17.0%	26.9%
锐联基本面新兴市场指数夏普比率	2.4	2.5	2.9	1.0	0.7	2.3	-1.6
MSCI 新兴市场指数夏普比率	1.9	1.7	2.0	0.5	0.2	1.9	-1.8
锐联基本面新兴市场指数相对 MSCI 新兴市场指数的超额收益率	9.2%	11.1%	14.5%	13.5%	10.7%	11.2%	8.0%
锐联基本面新兴市场指数相对 MSCI 新兴市场指数的跟踪误差	2.1%	5.8%	6.1%	8.9%	9.3%	9.0%	10.1%
锐联基本面指数信息比率	4.3	1.9	2.4	1.5	1.2	1.2	0.8

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A－2 日历年绩效

单位：%

	1990 年代		2000 年代	
	锐联基本面指数	MSCI 新兴市场指数	锐联基本面指数	MSCI 新兴市场指数
0			－22.1	－30.7
1			8.9	－2.4
2			2.1	－6.0
3			89.9	56.3
4	10.9	－7.3	35.1	26.0
5	－20.0	－5.2	51.0	34.5
6	16.6	6.0	40.4	32.6
7	－2.8	－11.6	49.0	39.8
8	－1.8	－25.3		
9	72.1	66.6		
均 值	9.2	0.4	27.6	15.3
波动率	27.0	24.7	20.1	20.6

资料来源：锐联资产管理公司。

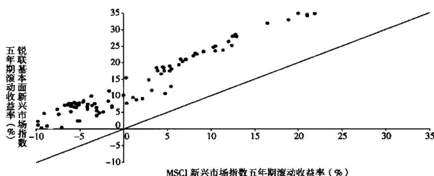


图 A－1 五年期滚动收益率散点图（1994～2007）

资料来源：锐联资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



THE FUNDAMENTAL INDEX
A BETTER WAY TO INVEST

基本面指数投资也称为纠正市场噪音的指数投资，它的方法论强调了指数投资回归企业基本面的本质，它的出现丰富和促进了指数化投资的发展。这本书通过理论探讨、实证考察及数据分析为我们详细解析了基本面方法论，是一本有投资借鉴意义的好书。

——马志刚　中证指数有限公司总经理

基本面指数是一种逻辑非常缜密的金融创新。任何相信常识是构建投资组合的必备要素的人都会被它折服。

——比尔・格罗斯（Bill Gross）
太平洋投资管理公司创始人和首席投资官

基本面指数®方法是在被动投资领域里有争议的创新，而本书对于一系列的争议作出了明确的解释和针锋相对的论述。本书对于基本面指数应用的阐述和对市值加权指数的批评异常透彻明了并引人入胜。不读此书，你就无法从正反两方面对基本面指数策略做出评估。

——彼得・伯恩斯坦（Peter L. Bernstein）
《投资观念进化论》（*Capital Ideas Evolving*）作者

罗伯特・阿诺德的想法既严密又深刻，但一些非常聪明的人由于死守那些关于市场运作的未经证实的假设而无法完全理解他的理念。本书将帮助读者超越那些假设。

——杰克・特雷诺（Jack Treynor）
特雷诺资本管理公司总裁

罗伯特・阿诺德是金融界的先锋。对于围绕着指数基金和被动投资的日益热烈的争论，本书无疑是一个相当好的补充。

——罗闻全（Andrew W. Lo）
麻省理工学院斯隆管理学院教授、金融工程实验室主任

罗伯特对于基本面指数方法的研究使我茅塞顿开。他颠覆了传统的投资理念。这个创新的概念是一件了不得的大事——这将是历史上最快达到1000亿美元资产的投资理念。每个投资者都需要读这本书。

——约翰・穆尔丁（John Mauldin）
Millennium Wave Investments 总裁

上架建议　投资理财





ISBN 978-7-5097-1693-9
定价：45.00元

www.ssap.com.cn